

Die Ermittlung
des Unternehmenswertes
auf der Grundlage des Ertrages

unter besonderer Berücksichtigung der Probleme
bei Konzernbildungen und -erweiterungen

von Robert Braune

1959



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546712_0086

DIE ERMITTLUNG DES UNTERNEHMENSWERTES
AUF DER GRUNDLAGE DES ERTRAGES
unter besonderer Berücksichtigung der Probleme
bei Konzernbildungen und -erweiterungen

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften
der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel
vorgelegt

von

Robert Braune
von Göttingen / Deutschland

1959

Fotodruck Rodenbusch Bamberg

Genehmigt von der Philosophisch-Historischen Fakultät

auf Antrag der Herren

Prof. Dr. O. Angehrn und Prof. Dr. G. Bombach

Basel, den 23. Juni 1959

sign. Prof. Dr. D. van Berchem

Dekan



INHALTSVERZEICHNIS

Seite

Vorwort

Aufgabe und Problematik der Unternehmensbewertung	1
---	---

1. Teil

A. Grundlagen der Unternehmensbewertung	5
---	---

I. Bestimmung und Abgrenzung der zu verwendenden Wertbegriffe	5
---	---

1. Sachwert	5
-------------	---

2. Reproduktions- oder Rekonstruktionswert	6
--	---

3. Firmenwert	7
---------------	---

4. Unternehmenswert	7
---------------------	---

II. Ertrag und Ertragswert	9
----------------------------	---

1. Der Ertrag und seine begriffliche Abgrenzung	9
---	---

a. Rohertrag oder Reinertrag als Grundlage der Berechnung	10
---	----

b. Die Frage der neutralen Erfolge	10
------------------------------------	----

c. Klärung der Rolle der Gewinnsteuern bei der Bewertung	12
--	----

d. Tatsächlicher oder neutraler Ertrag als Grundlage der Bewertung	16
--	----

e. Zusammenfassung	20
--------------------	----

2. Ertragswert	20
----------------	----

a. Komponenten des Ertragswertes und seine Begriffsbestimmungen	20
---	----

b. Die Bedeutung des Ertragswertes	21
------------------------------------	----

B. Die Methode der Unternehmensbewertung auf Ertragsgrundlage und ihre Problematik	22
--	----

I. Allgemeines zur Methodik	22
-----------------------------	----

II. Die verschiedenen Bewertungsmethoden	22
--	----

1. Die von der Wirtschaftspraxis entwickelten Verfahren	22
---	----

a. Das Berliner Verfahren	23
---------------------------	----

b. Das Stuttgarter Verfahren	23
------------------------------	----

c. Die Mittelung und die Fritzsche Formel	25
---	----

d. Analyse der Verfahren der Praxis	25
-------------------------------------	----

2. Die Methode in der Literatur	29
---------------------------------	----

a. Allgemeine Bemerkungen	29
---------------------------	----

b. Die Methode Schmalenbachs und seiner Anhänger	30
--	----

1. Die Methode Schmalenbachs	30
------------------------------	----

2. Die Analyse dieser Methode	34
-------------------------------	----

c. Die von Mellerowicz entwickelte Methode	37
--	----

1. Die Methode	37
----------------	----

2. Ihre kritische Würdigung	43
-----------------------------	----

	Seite
d. Die von Busse von Colbe vertretene Auffassung	45
1. Das Verfahren	45
2. Analyse dieser Methode	47
3. Die unter den gegebenen Umständen optimale Methode der Unternehmenswertermittlung	48
III. Die Ermittlung des Wertes einer Unternehmung auf der Grundlage des Ertragswertes	49
1. Die Substanzwertermittlungen	49
a. Die für die Ermittlung benötigten Unterlagen	49
b. Die zwei Wege zur Substanzwertermittlung	50
c. Die Bedeutung des Substanzwertes als Kontrollinstrument bei der Unternehmensbewertung	54
2. Die Errechnung des Ertragswertes auf der Basis der Vergangenheitszahlen unter Berücksichtigung zukünftiger Umstände	54
a. Bereinigung der Vergangenheitsgewinne	54
1. Die zu verwendenden Unterlagen	54
2. Die Eliminierung von Preis- und Geldwertschwankungen	55
3. Kostenstrukturanalysen	57
α Ausschaltung versteckter neutraler Aufwendungen	57
β Untersuchung der stillen Reserven	59
γ Analyse der einzelnen Kostenarten	60
δ Analyse der Kostenstellen	65
4. Prüfung der Ergebnisträger und der Ergebnisrechnung	66
b. Die Errechnung des zugrunde zu legenden Durchschnittsgewinnes	67
1. Bildung eines Gewinndurchschnitts nach der Bereinigung	67
α Die Zahl der Vergleichsjahre	67
β Die Durchschnittsbildung	68
2. Korrektur des Vergleichsgewinnes durch die zu berücksichtigenden Einflüsse zukünftiger Umstände	70
α Allgemeine Umstände	70
β Beeinflussung durch Rationalisierung	71
γ Der Einfluß der Investitionen auf die Ertragsbildung	74
c. Errechnung des Ertragswertes auf der Basis des korrigierten Vergleichsgewinnes	76
1. Die Frage des Kapitalisierungszinsfußes	76
Das Finden einer objektiven Basis	76
Die Frage des Risikoaufschlages	78
2. Die Berechnung des Ertragswertes	80

	Seite
3. Ertragswertbildung mit Hilfe der Plankostenrechnung	81
4. Bewertungsfragen beim Verkauf von Firmenmängeln	84
a. Allgemeiner Verkauf	84
b. Bewertungsproblematik bei Verlustvorträgen	86
 <u>2. Teil</u>	
Bewertungsprobleme im Falle von Konzernbildungen und -erweiterungen	89
A. Ausschaltung der reinen Finanzkonzerne aus der Betrachtung	89
I. Begriff des Finanzkonzernes und Gründe für seine Ausschaltung	89
II. Sonderfall des anonymen Aufkaufes von Effekten	92
B. Die Bedeutung des objektiven Wertes als Richtschnur für die Entscheidungen der Konzernleitung	93
I. Im sich bildenden Konzern	95
II. Im schon bestehenden Konzern	98
III. Der Sonderfall, daß ein Unternehmen zu einem Preis vom Konzern erworben werden kann, der unter dem wirklichen Wert liegt	98
C. Bewertungsprobleme für den Konzern im Falle der Forderung eines den objektiven Wert übersteigenden Preises	99
I. Der objektive Wert der aufzukaufenden Unternehmung	99
1. Die Ermittlung des Ertragswertes	99
2. Veränderung des Ertragswertes durch die Eingliederung	99
2a Das hinzukommende Unternehmen wird durch die Eingliederung ertragsintensiver	99
2b Das Unternehmen wird durch den Erwerb aus einem anderen Konzern oder sonstigen Verband ausgegliedert	104
II. Möglichkeiten einer Gewinnsteigerung im Konzern durch den Aufkauf eines Unternehmens	110
1. Erfolgsvorteile durch Kostenersparnisse	110
a. Produktionstechnische Art	111
b. Vertriebstechnische Art	124
c. Verwaltungsmäßige Art	127
d. Wirkungen einer Risikoeinschränkung	131
2. Erfolgsvorteile durch Wettbewerbseinschränkung	134
a. Allgemeine Möglichkeiten der Einschränkung und ihre Wirkung	134

	Seite
b. Der Sonderfall des Quasimonopols bei Markenartikeln	140
III. Die Berechtigung eines Mehrpreises für das zu erwerbende Unternehmen	142
D. Eingliederung einer Unternehmung durch Paketaufkauf von Wertpapieren	143
I. Der für die wirtschaftliche Eingliederung notwendige Grad der Beherrschung der neuen Unternehmung	143
1. Begriff und allgemeine Voraussetzungen der Beherrschung	143
2. Pakethöhe und Besitzverhältnisse der nicht in Konzerneigentum übergehenden Papiere	146
3. Störungsmöglichkeiten durch Minderheitsrechte	150
II. Bewertung des Unternehmens und eines etwaigen Paketzuschlages	154
1. Der Wert vor der Integration und Erfolgsvorteile der Eingliederungen	154
2. Wert nach der Integration und Preisforderungen	154
a. Bei einem Paket von 100 %	154
b. Bei einem Paket von weniger als 100 %	155
Schluß: Zusammenfassung der Ergebnisse	161
Anhänge	I

Vorwort

Immer mehr rückten im Laufe der letzten Jahrzehnte Bewertungsfragen in den Vordergrund wirtschaftlichen Interesses. Die sehr kompliziert gewordene Wirtschaft verlangte nach einem verfeinerten Rechnungswesen, das in der Lage war, alle in das Unternehmen eingehenden, dort arbeitenden und hinausgehenden Güter oder Leistungen wertmäßig exakt zu erfassen.

Die in den Betrieb hineinkommenden oder ihn verlassenden Güter sind durch den heutigen Stand des Rechnungswesens genau zu bewerten. Schwierigkeiten treten nur bei der Wertbestimmung der im Unternehmen arbeitenden Produktionsmittel auf. Maschinen zum Beispiel, die mit dem Fundament fest verbunden sind, muß wegen ihrer mangelnden Beweglichkeit ein anderer Wert zugemessen werden als der, den sie beim Ankauf besessen haben oder bei freier Beweglichkeit besitzen würden. In diesem Fall allerdings ist eine Lösung der Bewertungsfrage so möglich, daß man Preise zugrundelegt, die beim Verkauf ähnlicher Maschinen erzielt wurden. Da derartige Veräußerungen verhältnismäßig häufig sind, ist diese Methode durchaus vertretbar, weil sich ein Durchschnittspreis errechnen läßt.

Wie wir gesehen haben, resultierte die eben geschilderte Bewertungsschwierigkeit aus der Verbundenheit der Produktionsmittel mit dem Betrieb, denn aus der allgemeinen Verwendungsmöglichkeit wurde eine spezielle. Noch größer würden die Schwierigkeiten, wenn man daran ginge, den Wert der das Unternehmen zusammenhaltenden Organisation zu bestimmen, da diese mit der Unternehmung untrennbar verbunden ist und allein nicht bestehen kann. Es zeigt sich also: je stärker die Verbindung eines Gutes mit dem Betrieb ist, desto schwieriger gestaltet sich seine Bewertung.

Alle die schon bei den Teilwerten auftretenden Schwierigkeiten steigern sich noch bei der Ermittlung des Unternehmenswertes, da ein Betrieb nur für bestimmte Erwerber und Zwecke verwendbar ist.

Aus diesem Grund kann der Wert auch nicht dadurch gefunden werden, daß man die im Unternehmen befindlichen Einzelwerte addiert, da die Art der Verwendungsmöglichkeit z. B. zu einem höheren oder niedrigeren Gesamtwert führen kann. Schnettler (1) spricht bei der Addition der Einzelwerte von "isoliertem Betriebswert", bei dem weder das Leistungsvermögen des Betriebes noch die Ertragslage berücksichtigt werden. Bei dem Vorschlag, den Unternehmenswert durch Addition der Einzelwerte zu finden, übersieht man, daß der Betrieb ein Organismus ist, der nicht nur aus materiellen Teilen besteht, sondern bei dem im Gegenteil die immaterielle Komponente für die Wertermittlung die ausschlaggebende Rolle spielt. Ihr Wert wird von den Verwendungsmöglichkeiten am stärksten beeinflusst.

Die Schwierigkeiten bei der Bestimmung des Unternehmungswertes können auch nicht auf die bei den Maschinen geschilderte Weise überbrückt werden, da beim Verkauf von ganzen Unternehmen eine derartige Vergleichsmöglichkeit nicht besteht, weil kein Betrieb dem anderen gleicht.

Die Unterschiedlichkeit beginnt mit der Größe und Ausstattung des Betriebes und endet bei dem Standort oder der Art seiner Finanz- oder Personalstruktur. Zu all dem kommt noch hinzu, daß weder die Verkaufsverhandlungen noch deren Ergebnisse, geschweige denn der wirklich gezahlte Preis je in der Öffentlichkeit bekannt werden. Auch die Börse kann der Unternehmensbewertung nicht helfen, da die Kurse, wie in der Literatur übereinstimmend festgestellt wird, zu diesem Zweck weitgehend ungeeignet sind.

Aus diesen Gründen ist es verständlich, daß Verhandlungen über die Veräußerung einer Unternehmung sehr langwierig sind und oft zu für

1) Zitat Schnettler, A.: "Substanz- u. Werterhaltung in den Betrieben."
In Zeitschrift für Betriebswirtschaft 26. Jg.
1956, S. 261

beide Parteien unbefriedigenden Ergebnissen führen. Das ist vor allem auch darauf zurückzuführen, daß der Verkäufer einen möglichst hohen Preis erzielen möchte, der Käufer aber das Unternehmen zu einem möglichst niedrigen Preis zu erwerben wünscht, und sich ohne weiteres keine Basis findet, auf der man zu einer Einigung kommen kann.

Bei diesen Auseinandersetzungen über den Preis hat die Wissenschaft die Aufgabe, Richtlinien zu erarbeiten, mit deren Hilfe eine solche Verhandlungsgrundlage geschaffen werden kann, d.h. sie muß Methoden entwickeln, die eine Feststellung des im Unternehmen verkörperten Wertes ermöglichen, da allein ein solcher objektiver Wert beide Parteien veranlassen wird, ihn als Basis ihrer Verhandlungen zu akzeptieren.

Allerdings ist es möglich, daß auch dann der zwischen den Parteien vereinbarte Preis von diesem Wert abweicht.

Es hängt nun von den Machtpositionen des Verkäufers und des Käufers ab, ob das Streben des ersteren nach einem Maximum an Verkaufsgewinn oder das des letzteren nach einem Minimum an Erwerbsaufwand erfolgreicher ist.

Diese Machtpositionen können wirtschaftlicher Art sein oder aber auf psychologischen Vorteilen der einen Partei gegenüber der anderen beruhen. Z.B. weiß der Verkäufer, daß der Käufer das Unternehmen unbedingt haben will, um sein Geltungsbedürfnis zu befriedigen, oder weil es einen Standort hat, der ihm aus persönlichen Gründen besonders zusagt. Auf der anderen Seite ist es aber auch möglich, daß sich der Verkäufer in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage befindet und der Käufer dies weiß und es für sich auszunutzen versucht.

Im Laufe der Zeit sind die verschiedensten Methoden zur Errechnung des Unternehmenswertes entstanden, die oft zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen. In der Hauptsache ist das auf die Meinungsverschiedenheiten bei den Wissenschaftlern über die Bewertung der

im Unternehmen befindlichen immateriellen Teile zurückzuführen, die nur selten und auch dann nur auf Umwegen rechenmäßig erfaßt werden können. In den meisten Fällen sind bei diesen Werten Schätzungen nicht zu vermeiden, die Hauptstreitpunkt der wissenschaftlichen Unternehmensbewertung sind.

Diese notwendigen Schätzungen lassen es nicht zu, sich eindeutig auf einen ganz bestimmten Wert festzulegen. Es wird sich eine Zone mit einer Begrenzung nach oben und unten ergeben, innerhalb derer der wirkliche Wert liegt.

Der untere Grenzwert ergibt sich durch die Anwendung der jeweils niedrigstmöglichen Schätzungsansätze, der obere bei Anwendung der höchstmöglichen.

In dieser Arbeit soll allerdings auf einen Wert hingearbeitet werden, dem durchschnittliche Schätzungssätze zugrundeliegen.

In den folgenden Ausführungen soll unter den von der Wissenschaft erarbeiteten Methoden diejenige herausgefunden werden, bei der die erwähnte Zone am schmalsten ist, und man so dem repräsentativen Unternehmenswert am nächsten kommen kann. Nach Möglichkeit wird dann dieses Verfahren verbessert, um die im Rahmen der Konzernbewertungen auftretenden Probleme lösen zu können.

Diese gewinnen in zunehmendem Maße an Bedeutung, da in der heutigen Wirtschaft ein unverkennbarer Trend zur Konzentration besteht, der vor allem auch die Zahl der Konzerne anwachsen läßt. Unter den Konzentrationsformen nehmen die Konzerne deshalb eine bedeutende Stellung ein, weil sie oft in den wichtigsten Wirtschaftszweigen dominierend sind und somit innerhalb einer Volkswirtschaft große Bedeutung haben.

Aus diesem Grunde ist es interessant zu untersuchen, einmal unter welchen Aspekten sie gebildet wurden, zum anderen, ob und welche Bewertungen man vor dem Zusammenschluß oder vor der Eingliederung eines neuen Unternehmens in den Verband vornahm.

Bei dieser Gelegenheit möchte ich es nicht versäumen, meinem verehrten Lehrer, Herrn Professor Dr. O. Angehrn, Basel, meinen Dank auszusprechen, auf dessen Anregung hin ich mich mit diesem Thema befaßte und der mir immer mit seinem wertvollen Rat zur Seite stand.

1. Teil

A. Grundlagen der Unternehmensbewertung

I. Bestimmung und Abgrenzung der zu verwendenden Wertbegriffe

Bevor mit der Analyse der verschiedenen Ermittlungsmethoden für die Unternehmensbewertung begonnen werden kann, müssen erst einige dort verwandte Begriffe erläutert werden, um eine bessere Vergleichbarkeit der Verfahren zu erreichen.

1. Der Sach- oder Substanzwert ist der Wert, über den die wenigsten Meinungsverschiedenheiten bestehen. Er wird allgemein als Ergebnis der Bewertung der im Betrieb befindlichen Sachgüter angesehen, für die Wiederbeschaffungspreise abzüglich Abschreibungen angesetzt sind.

Gelhausen (1), der die Dinge mehr bilanzmäßig betrachtet, vertritt eine etwas abweichende Auffassung, indem er sagt, daß der Substanzwert die Differenz zwischen Vermögenswert und Schulden sei.

Tatsächlich muß man aber von der vorhandenen Substanz ausgehen, um den repräsentativen Unternehmenswert zu finden. Der Kaufpreisbildung bleibt es dann vorbehalten, die Verbindlichkeiten zu berücksichtigen.

Für die Ermittlung des Unternehmenswertes spielt der Bestand an Sachwerten, die weder unmittelbar noch mittelbar im Betriebsprozeß Verwendung finden, keine Rolle, auch ihr Wert wird erst bei der Kaufpreisbildung berücksichtigt werden. Zu diesen gehören z. B.

(1) Gelhausen, F.: "Probleme der Bewertung von Unternehmen" in:
"Die Wirtschaftsprüfung 1. Jg. 1948 Nr. 9 S. 5

nicht mehr benötigte Originalhandschriften, die ein Verlag besitzen kann, brachliegende Patente, wie das der ewigen Glühbirne usw. (1) Werden aber Fabrikationsverfahren, Abonnementsverträge u. a. übernommen, so müssen sie in den Unternehmenswert einbezogen werden. Da aber die Möglichkeit der selbständigen Veräußerung besteht, gehören sie zum Sachwert und nicht zum Firmenwert des Unternehmens. Der Sachwert umfaßt also nur das betriebsnotwendige Vermögen.

2. Erhebliche Differenzen bestehen aber schon in den Ansichten über die Verwendung der Begriffe Reproduktions- und Rekonstruktionskostenwert. Einige Autoren gebrauchen sie im gleichen Sinne wie den Sachwert, so z. B. Viel (2), der ihn in die Komponenten Wiederbeschaffungspreise und Montagekosten aufgliedert. Gelhausen (3) dagegen engt den Begriff noch ein, indem er ihn nur auf Anlagen angewendet wissen möchte.

Hier handelt es sich aber doch wohl um eine zu enge Auslegung des Wortes Reproduktions- bzw. Rekonstruktionskostenwert.

Übrigens ist der letztgenannte Begriff vielleicht anschaulicher, da man in Bezug auf Produzieren doch mehr an das Materielle denkt, wodurch bei weiterer Auslegung des Begriffes die immateriellen Teile ausgeschlossen bleiben.

Mellerowicz (4) und von Colbe (5) stimmen darin überein, daß in den Rekonstruktionskosten die Aufwendungen für den Wert der lebendigen Organisation mit enthalten sein müssen. Sie kommen also zum Sach-

(1) Meissner, Fr.: "Die Bewertung der industriellen Unternehmung" München 1955, S. 50

(2) zit.: Viel, J.: "Die Ermittlung des Sach- und Ertragswertes bei der Unternehmensbewertung" in: Wirtschaftsprüfung, 7. Jg. 1954, S. 365

(3) zit.: Gelhausen, F.: "Probleme" a. a. O. S. 5

(4) zit.: Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes" Essen 1953, S. 14

(5) zit.: Busse von Colbe: "Der Zukunftserfolg" Wiesbaden 1957, S. 9

wert als zweite Komponente hinzu und bilden mit ihm den Rekonstruktionswert.

3. Am stärksten weichen die Meinungen über den Firmenwert bzw. den Goodwill voneinander ab. Einige Autoren machen zwischen diesen beiden Begriffen kaum einen Unterschied. Andere verwenden sie dagegen verschieden, da sie unter Goodwill nur den Wert des guten Rufes bei Kunden und Kreditgebern bzw. den der guten Beziehungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern verstehen, während sie in den Firmenwert noch den Wert der lebendigen Organisation einbeziehen wollen. Es sollen also unter diesem Begriff alle immateriellen Werte, die eine Unternehmung hat, zusammengefaßt werden.

Diese These unterstützt Russenberger (1), und es ist interessant, seine Einteilung der verschiedenen Goodwillarten kennenzulernen.

4. Um eine klare Abgrenzung zu erhalten, wird es angebracht sein, sich der die Trennung der Begriffe vertretenden Ansicht anzuschließen, wonach der Firmenwert dem Goodwill übergeordnet werden soll, der nur eine Komponente des Firmenwertes darstellt. Die andere Komponente wird durch den Organisationskostenwert gegeben, der am schwierigsten erfaßt werden kann, da er sich aus den verschiedensten, kaum voneinander zu trennenden materiellen und immateriellen Bestandteilen zusammensetzt.

Der Firmenwert in diesem Sinne ist als Ganzes leichter festzustellen als jede seiner Komponenten, da er einfach den den Sachwert übersteigenden Teil des Gesamtwertes einer Unternehmung ausmacht. Nun bilden auch Rekonstruktionskostenwert und Goodwill den Gesamtwert, jedoch ist eine solche Einteilung unzweckmäßig, da beide getrennt schwer zu erfassen sind. Zu diesen Schwierigkeiten kommen

(1) zit.: Russenberger, A.: "Der Goodwill", Dissertation Zürich 1946

Unternehmenswert

Reproduktions-Rekonstruktions-Kostenwert		Goodwill
Substanzwert	Organisat. - Kostenwert	
Substanzwert	Firmenwert Org. - K. Wert Goodwill	

die der konkreten Abgrenzung hinzu, denn in den Organisationskosten sind die verschiedensten Elemente enthalten, die man mit derselben Berechtigung den Rekonstruktionskosten wie dem Goodwill zurechnen kann.

Mellerowicz sagt zu dieser Frage: "Leider ist der Reproduktionskostenwert der Organisation nicht faßbar, da es sehr von dem Geschick des Organisators abhängt, wie hoch sich die Organisationskosten belaufen. Aus diesem Grund ist ein echter Gesamtrekonstruktionskostenwert nicht ermittelbar." (1) Man kann den Unternehmenswert ausdrücken als den objektiven Wert, den das Unternehmen im Zeitpunkt der beabsichtigten Veräußerung hat. Er kann als Ganzes auf die verschiedenste Weise ermittelt werden und setzt sich aus Sachwert und Firmenwert zusammen, wobei letzterer nur auf dem Wege der Differenzbildung von Gesamtwert abzüglich Sachwert zu finden ist.

II. Ertrag und Ertragswert

1. Wie wir sahen, repräsentiert der Sachwert nicht allein den Wert einer Unternehmung, sondern wird durch den Firmenwert ergänzt. Da letzterer aber direkt nicht oder nur unter großen Schwierigkeiten, oft auch noch dazu nur ungenau ermittelt werden kann, muß zuerst der Gesamtwert errechnet werden, und dies geschieht in den meisten Fällen auf der Grundlage der im Betrieb erzielten Erträge.

Um diese Berechnung verständlich zu machen und Mißverständnisse auszuschließen, soll hier zuerst der Begriff des Ertrages und des Ertragswertes genau erläutert werden.

In diesem Sinne ist das Wort Ertrag irreführend, da die meisten Autoren damit den durch den Betriebsprozeß erzielten Gewinn bzw. Verlust meinen. In Wirklichkeit stellt der Ertrag nur eine Komponente des Erfolges dar, die andere ist der Aufwand.

(1) zit.: Mellerowicz, K.: a.a.O., S. 15.

Man muß sich also immer vor Augen halten, daß der Gewinn gemeint ist, wenn in der Literatur, wo es sich eingebürgert hat, das Wort "Ertrag" auftaucht. Als richtig angewendet kann dieser Ausdruck nur beim Rohertrag gelten, da es sich hier wirklich um die betrieblichen Erlöse handelt, von denen die Aufwendungen noch nicht abgesetzt wurden.

a. Es stellt sich die Frage, ob man den Rohertrag oder den Reinertrag (Gewinn) als Basis zur Berechnung des Unternehmenswertes nehmen soll. Dies zu klären ist deshalb wichtig, weil, wie wir noch sehen werden, die meisten für die Unternehmensbewertung verwendeten Verfahren den Ertrag bei ihrer Berechnung wenigstens mitberücksichtigen, wenn nicht sogar allein auf ihm aufbauen.

Mit Mellerowicz (1) gehen die meisten Autoren einig, als Grundlage der Unternehmenswertberechnung den Reinertrag zu nehmen. Es gibt zwar auch Methoden (2), die vom Umsatz, der leichter zu erfassen ist, oder dem Rohertrag ausgehen, aber diese spielen nur eine untergeordnete Rolle.

Sie führen nur unter der Voraussetzung gleichbleibender Gewinnspannen zu richtigen Ergebnissen bei der Unternehmensbewertung. Bei ihrer Verwendung wird der Aufwand nicht erfaßt, und schwankt dieser, wodurch der betriebliche Erfolg beeinflusst wird, so bleibt das bei der Bewertung unberücksichtigt. Da konstante Gewinnspannen in der Praxis in den seltensten Fällen gegeben sein werden, ist es im Interesse einer richtigen Unternehmensbewertung besser, die Methode des Reinertrages als Basis zu wählen.

b. Der Reinertrag eines Unternehmens setzt sich aus zwei Teilen zusammen: aus dem Betriebsgewinn und den neutralen Erfolgen. Betriebsgewinne entstehen aus dem Verkauf betrieblicher

(1) Mellerowicz, K.; a.a.O., S. 114/115

(2) Lackmann, F.: "Theorien und Verfahren der Unternehmensbewertung", Berlin 1955

Leistungen, hingegen neutrale Erfolge aus Erträgen, die außerhalb der Betriebssphäre entstanden sind.

Es stellt sich die Frage, ob der Unternehmenswertberechnung beide Teile des Reinertrages zugrundegelegt werden sollen oder nur der reine Betriebsgewinn.

In der einschlägigen Literatur wird auf diese Frage merkwürdigerweise meist nur sehr kurz eingegangen.

Dort vertritt man, übrigens ohne nähere Begründung, fast einhellig die Meinung, außerordentliche und betriebsfremde Erfolge müßten für die Ertragswertberechnung ausgeschlossen werden, so Mellerowicz, Viel (1) u. a. Mit dem Ausdruck außerordentlich und betriebsfremd sind nun aber nicht alle neutralen Erfolge erfaßt, denn Zinsaufwendungen- bzw. Erträge und bilanzmäßige Abschreibungen gehören noch hinzu.

Wie diese zu behandeln sind, darüber wird nur wenig gesagt. Im allgemeinen ist wohl genauso wie bei den außerordentlichen und betriebsfremden Erfolgen zu verfahren, aber doch mit einigen Ausnahmen. Z. B. müssen die für das Fremdkapital gezahlten Zinsen vom Betriebsgewinn abgesetzt werden, da es im Betrieb arbeitet und so wesentlich zur Erzielung des derzeitigen Erfolges beiträgt.

Dagegen sind Bilanzabschreibungen, insbesondere Sonderabschreibungen, die aus steuerlichen Gründen vorgenommen wurden, zuzuschlagen.

Die Ausschaltung der neutralen Erfolge ergibt sich einmal aus dem Prinzip der vorsichtigen Bewertung, denn größere Gewinnverschleierungen- und -verschiebungen werden vorzugsweise in diesem Bereich des Erfolges durchgeführt; zum anderen aber will man einen möglichst repräsentativen Unternehmenswert erhalten, und das ist nur auf der

(1) Viel, J.: Die Ermittlung, a. a. O., S. 366/68

Basis des Betriebsgewinnes möglich. Nur er zeigt, ob der Betrieb wirtschaftlich arbeitet und vor allem besser ist als ein anderer von gleicher Größe und Struktur.

Die außerordentlichen Erfolge scheidet man aus, um das Ergebnis von Zufallsgrößen freizuhalten. Wir hatten betriebsfremde Erträge definiert als Erfolge, die nicht aus dem Verkauf betrieblicher Leistungen stammen. Es gibt hier einen Grenzfall:

Hat z. B. ein Unternehmen ein bestimmtes Verfahren entwickelt, zum Patent angemeldet und darauf eine Lizenz vergeben, so erhält es für diese Gebühren, die normalerweise als betriebsfremde Erträge verbucht werden. Rechnet man diese dem Betriebsgewinn nicht zu, so erscheint er, im Hinblick auf mehrere Perioden zu niedrig, da die Entwicklung des Verfahrens Kosten verursacht hatte, die den Vergan-genheitsgewinn schmälerten.

Dies würde ausgeglichen, wenn man die vereinnahmten Lizenzgebühren, aber nur bis zur Höhe der Kosten, dem Betriebsgewinn zuschläge.

Dieses Beispiel zeigt wieder einmal, daß man eine Sache nicht einfach generell ausschalten kann, sondern es sind die Sonderheiten des Einzelfalles zu berücksichtigen.

c. Wir hatten also festgestellt, daß wir nur den repräsentativen Betriebsgewinn, natürlich unter Berücksichtigung einiger Ausnahmen, für die Ertragswertberechnung heranziehen wollen. Es erhebt sich die Frage, ob die Begrenzung auf den Betriebsgewinn ausreicht, oder ob man die Gewinnsteuern und Gewinnlasten nicht auch noch abziehen soll.

Die Gewinnlasten wie Gewinnbeteiligungen- bzw. Abführungspflichten, Tantiemen usw. gehen zu Lasten der betrieblichen Ertragskraft und müssen daher vom Betriebsgewinn abgesetzt werden.

Über den Abzug der Gewinnsteuern dagegen sind die Meinungen sehr geteilt, und jede der beiden Parteien hat, wie wir noch sehen wer-

den, für ihre Auffassung gute Gründe. In einem ist man sich aber einig, nämlich darin, daß die Gewerbeertragssteuer als Kostensteuer auf keinen Fall vom Gewinn abgesetzt werden darf, da sie schon im Aufwand erscheint.

Hauptsächlich stehen die Gewinn- und die Einkommensteuer im Blickpunkt des Interesses. Bei letzterer taucht schon die Frage auf, ob sie noch eine Steuer auf den Gewinn darstellt, da ihre Höhe noch sehr stark von den übrigen Einnahmen des Einkommensempfängers abhängt.

Unter diesem Gesichtspunkt würde ein Abzug der Einkommensteuer zu beträchtlichen Unsicherheiten in der Unternehmensbewertung führen. Es könnte z. B. vorkommen, daß ein eventueller Erwerber durch die Gewinne in eine Steuerprogression gerät, die im Verhältnis zu diesen zusätzlichen Einnahmen zu hoch liegt, und er deshalb verlangt, daß das, was er über die bisherige Steuerhöhe hinaus zu zahlen hat, vom Gewinn abgesetzt wird.

Ein derartiger Abzug würde wirklich nichts mehr mit objektiver Unternehmensbewertung zu tun haben. Hasenack (1) schlägt im Falle des Abzuges der Einkommensteuer sogenannte Normalabschläge vor; sie sind nach den verschiedenen Progressionsstufen errechnet und werden je nach den persönlichen Einkommensverhältnissen des Käufers vom Ertrag abgezogen.

Leider muß man feststellen, daß auch diese Methode nicht alle wesentlichen Unsicherheiten beseitigen kann. Alle diese Gründe lassen einen Abzug der Einkommensteuer nicht ratsam erscheinen.

Weiter muß untersucht werden, ob nicht diese Ablehnung gleichzeitig einen Abzug der Gewinnsteuer ausschließt. Liebl (2) behauptet

(1) Hasenack, W.: In Vorlesung WS 52/53 Betriebswirtschaftliche Steuerlehre

(2) zit.: Liebl, J.: "Ertragswert und Besteuerung" in Betriebsw. Forschung und Praxis 1953 S. 74

das mit der Begründung, andernfalls ergäbe sich eine ungleiche Behandlung von Personal- und Kapitalgesellschaften. Hier weist Tittel auf die Doppelbesteuerung der Kapitalgesellschaften hin. Er stellt fest, daß durch den Abzug der Gewinnsteuer nur ein Teil der Besteuerung getroffen wird und sogar erst dadurch eine Gleichstellung mit entsprechenden Personalgesellschaften vorgenommen würde. Gegen diese Beweisführung wendet sich zwar Kenntemich (1), aber seine Argumentation ist nicht stichhaltig. Er behauptet, daß diesem Nachteil der Kapitalgesellschaften verschiedene Vorteile wie Risikobeschränkung für den Einzelnen, leichte Mobilisierbarkeit der Teile usw. gegenüberständen. Wir können aber wohl annehmen, daß sich diese im Falle einer Gesamtveräußerung des Unternehmens nicht ertragssteigernd auswirken, den Nachteil der Doppelbesteuerung also nicht ausgleichen.

Zusammenfassend ist hierzu zu sagen, daß die Gewinnsteuer vom Ertrag abgesetzt werden kann ohne den Zwang, die Einkommensteuer ebenfalls abzuziehen.

Entschließt man sich aber zum Abzug, dann dürfen keine Ausnahmen gemacht werden. Es sind Fälle aufgetreten, gerade im Zusammenhang mit Konzernenerweiterungen, in denen man die Gewinnsteuer trotz genereller Bejahung nicht abzog. Man sagte, die aufgekaufte Tochtergesellschaft brauche wegen Organschaft oder aus dem Schachtelprivileg heraus keine Gewinnsteuer zu zahlen. Hierbei wurde aber vergessen, daß diese dann bei der Muttergesellschaft erhoben wird. Dies kann auch nicht mit der Begründung entkräftet werden, es komme doch vor, daß die Tochter Gewinn mache, während die Mutter Verluste ausweise und so keine Steuer gezahlt zu werden brauche.²⁾

(1) zit.: Kenntemich, R.: "Unternehmenswert - Betriebsvergleich - Offene und stille Reserven", in: Wirtschaftsprüfung 9. Jg. 1956, S. 196

(2) zit.: Husemann, H.: "Ermittlung des Ertragswertes von Unternehmen" in: "Der Betrieb" 4. Jg. 1951, S. 138

Die Befürworter eines Abzuges bringen als Hauptargument, es handle sich bei der Gewinnsteuer um eine echte Gewinnschmälerung. Auffermann (1) behauptet sogar, es liege eine erzwungene Gewinnbeteiligung vor. Das müsse berücksichtigt werden, da der Erwerber nur die zukünftigen Resterträge erhalte und bei Nichtabzug einen viel zu hohen Gegenwert in bar zu entrichten habe.

Die Verfechter dieser Meinung haben sicher recht, daß dieses Problem berücksichtigt werden sollte. Es stellt sich aber die Frage, ob das im Rahmen der Ertragsermittlung, also der Feststellung der wirklichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens, angebracht ist.

Ein auf diesem "Restertrag" als Basis errechneter Unternehmenswert kann wohl kaum noch als repräsentativ bezeichnet werden. Wie wir sahen, sind beide, Sachwert und Ertragswert, für die Unternehmensbewertung wichtig. Durch den Abzug der Gewinnsteuer würde bei den heutigen hohen Steuersätzen der Unternehmenswert fast immer unter dem Sachwert liegen, oder wie Klinger es ausdrückt (2), "der Sachwert wird aus den Angeln gehoben". Er bringt als Beispiel ein neugegründetes, erfolversprechendes Unternehmen, das, wenn man die Gewinnsteuer abziehen wollte, unmittelbar nach der Fertigstellung nicht mehr den Wert der Kapitalinvestition hätte.

Hier läßt sich übrigens auch ein Widerspruch in den Aussagen von Mellerowicz (3) nachweisen, der zwar vom Ertrag bei der Unternehmensbewertung ausgeht, aber den Substanzwert als Untergrenze haben will und trotzdem den Abzug der Gewinnsteuer verlangt.

Dieser würde auch ungerecht sein, wenn für das Unternehmen die Möglichkeit besteht, die Steuerlast durch hohe Preise abzuwälzen,

(1) Liebl, J.: Ertragswert a.a.O., S. 74

(2) zit.: Klinger, K.: "Die Problematik der Unternehmensertragswertberechnung" in: "Wirtschaftsprüf." 6. Jg. 1953, S. 2

(3) Mellerowicz, K.: a.a.O., S. 20

und es ist schwer, das mit Sicherheit festzustellen. Daß das Problem des Abzuges aber mehr in das Gebiet der Gewinnverwendung als in das der Gewinnermittlung gehört, zeigt sich an der Variationsmöglichkeit und deren Auswirkungen für ausgeschüttete und nichtausgeschüttete Gewinne, da für sie in Deutschland verschiedene Steuersätze bestehen.

Die Lösung der Frage des Abzuges der Gewinnsteuer wird aber noch schwerer durch die erst kürzlich in Kraft getretene Senkung der deutschen Gewinnsteuer für ausgeschüttete Gewinne auf 11 %, die bei Beibehaltung des alten Satzes für nicht ausgeschüttete Gewinne die Diskrepanz der Steuersätze noch vergrößerte.

So kann sich z. B. ein Erwerber durch geschickte Gewinnausschüttung beträchtliche Erträge ungerechterweise verschaffen, die bei der Veräußerung nicht berücksichtigt wurden, da die Gewinnsteuer zum Höchstsatz abgesetzt worden war.

Abschließend kann wohl gesagt werden, daß ein Abzug von Gewinnsteuern vom Reinertrag im Interesse eines repräsentativen Unternehmenswertes nicht angebracht erscheint.

Wurde dieser aber ermittelt und die Parteien verhandeln über den Kaufpreis, dann ist es ratsam, das Problem der Gewinnbeeinträchtigung durch die Steuer noch einmal aufzurollen, um einen gerechten Preis zu erreichen.

d. Die letzte im Rahmen der Abgrenzung des Ertrages zu klärende Frage ist die, ob der tatsächliche Gewinn oder aber ein normaler der Unternehmensbewertung zugrundegelegt werden soll.

Hierbei wollen wir unter "tatsächlich" den nach der erforderlichen Bereinigung des Bilanzgewinnes sich ergebenden betrieblichen Periodenreinertrag verstehen. Die Abgrenzung des Begriffes "normal", die für das Urteil entscheidend ist, stößt aber auf beträchtliche Schwierigkeiten, da hierüber die Ansichten sehr geteilt sind.

Um eine Durchschnittsbildung aus verschiedenen Periodengewinnen kann es sich aber bei dem Begriff des normalen Gewinnes kaum handeln, da diese, um Zufallsergebnisse auszuschalten, sowieso vor einer Unternehmensbewertung vorgenommen wird.

Die verschiedenen Autorenmeinungen leiden übrigens darunter, daß sie nicht immer die objektive Unternehmensbewertung in den Mittelpunkt stellen, sondern gerade in diesem Punkt oft die Käufer- oder Verkäuferinteressen vertreten. Zur Deutung des Begriffes "normal" bestehen folgende Möglichkeiten:

1. Es wird der Gewinndurchschnitt einer Branche (branchenüblicher Gewinn) zugrundegelegt.
2. Als Basis wählt man einen Reinertrag, der auf Grund vernünftigen Wirtschaftens unter gewöhnlichen Bedingungen zu erwarten ist.
3. Es wird ein Gewinn vorgeschlagen, der unter optimalen Bedingungen und bei optimalem Wirtschaften entstehen wird, und zwar einmal ohne zusätzliche Kapitalinvestition und einmal mit einer solchen.

Für die letzte, am weitesten gehende Auffassung vom normalen Gewinn tritt von Colbe ein, indem er sagt: (1) "Der Barwert der Erfolge aus der rentabelsten Nutzung eines Betriebes, die unter den voraussichtlichen Verhältnissen überhaupt möglich ist, bestimmt dessen Wert ohne Rücksicht darauf, ob und wie diese Chancen vom gegenwärtigen Betriebseigner genutzt oder erkannt werden, denn alle Interessenten werden bereit sein, notfalls mit dem Preis soweit hinaufzugehen, bis sie bei Ausnutzung aller im Unternehmen liegenden Möglichkeiten nur noch den von ihnen selbst für notwendig gehaltenen Zins auf den Kaufpreis und die weiteren Kapitaleinlagen erzielen."

(1) Busse von Colbe: a.a.O., S. 150

Mit dieser Auffassung vertritt von Colbe eindeutig die Einstellungen des Verkäufers und gibt somit die Voraussetzungen für eine objektive Unternehmenswertermittlung auf, die ja unser Ziel ist.

Moral (1) setzt sich für die dritte Auffassung ein, indem er vom optimalen Gewinn unter derzeitigen Möglichkeiten spricht. Aber gegen sie spricht ebenfalls die zu starke Begünstigung des Veräußerers, denn optimales Verhalten der Betriebsführung ist nicht immer möglich.

Seltsamerweise setzt sich keiner der maßgeblichen Autoren für eine der beiden ersten Auffassungen ein. Bei dem branchenüblichen Gewinn kann man das noch verstehen. Durch Einbeziehung extrem hoher oder niedriger Gewinne wird hier leicht ein falsches Bild der Branchenrentabilität entstehen. Es müßte schon ein qualifizierter Durchschnitt gebildet werden, zu dessen Errechnung aber kaum die nötigen Unterlagen zur Verfügung stehen.

Außerdem ist es möglich, daß die Verhältnisse in dem zu bewertenden Unternehmen anders gelagert sind, als es in der Branche sonst üblich ist, so daß auch ein qualifizierter Durchschnitt nicht zum richtigen Ergebnis führt.

Weniger zu verstehen ist das Übergehen des bei durchschnittlichem Verhalten und normalen Bedingungen entstehenden Gewinnes.

Dieser wird doch den Erfordernissen der objektiven Bewertung und auch denen der Praxis am besten gerecht, denn die Voraussetzung der oben verlangten Optima erscheint wirklichkeitsfremd, wenn dadurch nicht bewußt eine der beiden Vertragsparteien begünstigt werden sollen.

(1) zit.: Moral, F. "Die Abschätzung des Wertes industrieller Unternehmen", 2. Auflage, Berlin 1923, S. 132.

Aus diesem Grunde wollen wir uns für die zweite Auffassung entscheiden. Unter "normalem" Gewinn soll also ein solcher Reinertrag verstanden werden, der vom tatsächlichen oft abweicht und unter Berücksichtigung derzeitiger Struktur- und Kapitalverhältnisse bei durchschnittlicher Verhaltensweise der Betriebsführung zu erwarten ist.

Nun gilt es festzustellen, ob bei der Unternehmensbewertung dieser normale Gewinn zugrundegelegt werden soll oder ob es besser ist, dafür den tatsächlichen zu nehmen.

Letzterer hat den Vorteil der leichteren Ermittelbarkeit gegenüber dem normalen Gewinn, aber die Gefahr, daß man von den objektiven Maßstäben abweicht, ist zu groß.

Aus diesem Grunde lehnt auch Mellerowicz (1) den tatsächlichen Reinertrag als Grundlage ab und will ihn nur insoweit berücksichtigen, wie z.B. durch schlechte Pflege der betrieblichen Anlagen die negative Unternehmensführung noch nachwirkt.

Er erkennt aber auch die Nachteile des normalen Gewinnes, indem er sagt: "Denn dem Verkäufer entgeht beim Verkauf nicht der normale Ertrag, sondern der, den er selbst bei Fortführung der Unternehmung erzielt hätte. Und das ist unter der berechtigten Annahme, daß er weiter so wirtschaften würde, wie bisher, der in die Zukunft projizierte tatsächliche Ertrag."

Der normale Gewinn als Grundlage begünstigt zwar, wie wir der Aussage von Mellerowicz entnehmen können, den Verkäufer etwas zu stark, aber das spielt im Hinblick auf die Ermittlung des wirklichen Leistungsvermögens des Betriebes, die ja unser Ziel ist, keine große Rolle.

Daher kann der tatsächliche Ertrag bei der Frage nach der Basis ohne Bedenken ausgeschaltet werden. Dafür spricht auch, daß bei

(1) Mellerowicz, K.: a.a.O., S. 58

seiner Verwendung den Vergangenheitsgewinnen gegenüber den Zukunftserfolgen ein zu großes Übergewicht gegeben würde, und das hat beträchtliche Nachteile zur Folge.

Um die oben festgestellte Begünstigung des Verkäufers so gering wie möglich zu halten, soll der zugrundegelegende Gewinn folgendermaßen ausgedrückt werden: zugrundeulegen ist ein normaler Gewinn, der unter den derzeitigen Betriebs- und Kapitalstrukturverhältnissen bei rationaler, durchschnittlicher Betriebsführung zu erwarten ist.

e. Bevor wir zur Erklärung des Ertragswertes übergehen, wollen wir noch die oben erarbeiteten Ergebnisse in der Begriffsbestimmung des Ertrages zusammenfassen.

Der Berechnung des Ertragswertes soll der normale Betriebsgewinn, der einen Reinertrag darstellt, unter Abzug der echten Gewinnlasten, aber einschließlich der Gewinnsteuer zugrundegelegt werden.

2a. Der Ertragswert wird in der Literatur immer mehr als der entscheidende Faktor für die Unternehmenswertermittlung angesehen, wenn nicht sogar, wie es bei Mellerowicz geschieht, dem Unternehmenswert überhaupt gleichgesetzt

Grundlagen des Ertragswertes sind Reinertrag, Zinsfuß, Risiko und Zeit.

Während Begriff und Problematik des Reinertrages schon abgeklärt wurden, ist über die anderen Komponenten noch einiges zu sagen.

Einer der entscheidenden Faktoren für die Ertragswertberechnung ist der Zinsfuß, der zur Abzinsung der Gewinnsumme dient. Sein Zustandekommen und seine Abhängigkeiten werden uns in ihrer besonderen Problematik noch beschäftigen.

Das Risiko kann man entweder durch einen Aufschlag auf den Zinsfuß allgemein mit berücksichtigen, oder aber in der Weise erfassen, daß

man die einzelnen Aufwands- und Ertragselemente hinsichtlich ihrer Risikobelastung in der Zukunft überprüft.

Bei dem Faktor Zeit handelt es sich um die Frage nach der Lebensdauer der Unternehmung, die ja fallweise verschieden ist. Im allgemeinen liegt sie aber so hoch, daß der aus ihr errechnete Ertragswert kaum von dem eines auf eine unendliche Lebensdauer geschätzten Unternehmens abweicht.

Man begeht deshalb keinen Fehler, wenn man normalerweise die Formel der "Ewigen Rente" anwendet, wie es in der Literatur auch geschieht. Anders verhält es sich mit den Betrieben, deren Lebensdauer nur wenige Jahre beträgt oder deren Wert nach gewisser Zeit herausgewirtschaftet sein muß; letzteres trifft für die sogenannten Heimfallbetriebe zu.

Nachdem nun die Komponenten erläutert sind, kann die Begriffsbestimmung des Ertragswertes gegeben werden:

Unter Ertragswert ist die auf die Gegenwart diskontierte Summe aller zukünftigen normalen Betriebsgewinne zu verstehen.

b. Der Ertragswert hat für alle erwerbswirtschaftlichen Unternehmen große Bedeutung. Es gibt aber auch Betriebe, die entweder noch keine Erträge erzielen, wie z. B. im Ankauf befindliche Unternehmen, oder solche, die nicht unter dem Primat der maximalen Ertragserzielung stehen; hierunter fallen die meisten gemeinwirtschaftlichen Betriebe.

In all diesen Fällen sind dem Einfluß des Ertragswertes als Basis Grenzen gesetzt, da für derartige Bewertungen andere Grundlagen der Wertermittlung herangezogen werden müssen.

Andererseits wieder gibt es die sogenannten Dienstleistungsbetriebe, für die ausschließlich der Ertragswert gilt, da der Sachwert so niedrig liegt, daß er nicht einmal als Korrektiv verwendbar ist.

Solche Betriebe können hier aber außer acht gelassen werden, da sie im Rahmen von Konzernbetrachtungen keine oder nur eine sehr geringe Rolle spielen.

B. Die Methode der Unternehmensbewertung auf der Grundlage des Ertrages und ihre Problematik

I. Allgemeines zur Methodik

Nachdem die begrifflichen Grundlagen für die Unternehmensbewertung auf der Basis des Ertrages dargestellt sind, können wir mit der Herausarbeitung der optimalen Ermittlungsmethode beginnen. Auch diese kann wegen der verschiedenen Struktur der Betriebe keine generelle Lösung der auftretenden Probleme bieten, wohl aber Richtlinien geben, mit deren Hilfe eine Erleichterung und Objektivierung der Bewertung erreicht wird.

Die im folgenden aufgeführten Methoden und deren Analyse sollen einmal die Verschiedenheit der Ansichten über das Problem zeigen, zum anderen aber auch Hinweise für die Ermittlung dieses optimalen Bewertungsverfahrens geben.

II. Die verschiedenen Bewertungsmethoden

In vielen Fällen, bei denen Unternehmungen als Ganzes verkauft werden, verwendet man Verfahren, die von der Steuerpraxis entwickelt worden sind, wenn auch mit einigen Verbesserungen. Dies geschieht einfach deshalb, weil sie meist ohne große Schwierigkeiten und ohne hohen Aufwand angewandt werden können. Die eben schon erwähnten nötigen Abänderungen ergeben sich aus der Verschiedenheit von Wirtschafts- und Steuerinteressen, so muß z.B. der zu niedrige Einheitswert bei Grundstücken durch den echten Substanzwert ersetzt werden.

Diese steuerlichen Verfahren laufen zumeist auf eine Mittelung von Substanzwert und Ertragswert hinaus. Die Anwendung des Mittelwertverfahrens ist überhaupt in der Praxis am gebräuchlichsten. Zwei Methoden haben sich hier herausgebildet, von denen die letztere die modernere ist: das Berliner und das Stuttgarter Verfahren.

1a. Nach dem Berliner Verfahren (1) wird zunächst der Substanzwert berechnet und mit dem Nominalkapital in ein Verhältnis gebracht. Auf diese Weise errechnet man den Substanzkurs des Unternehmens.

Bei der Bestimmung des Substanzwertes geht die Steuerbehörde von dem Einheitswert des Betriebsvermögens aus. Zu diesem sind die Werte der Wirtschaftsgüter hinzuzuzählen, die bei der Einheitsbewertung außer Betracht bleiben, z.B. Schachtelbeteiligungen. Andererseits müssen nicht berücksichtigte Schulden abgezogen werden. Die genaue Bemessung des Substanzwertes wird gewährleistet, weil der Steuerpflichtige einen Berichtigungsantrag stellen kann und das meist ausnutzen wird.

Anschließend folgt die Ermittlung des Ertragswertes und des Ertragskurses. Hierbei wird von vornherein mit einem Kapitalisierungszinsfuß von 5,5 % gearbeitet und mit drei bis fünf Jahreserträgen als Basis. Von der Steuerbehörde wird auch anerkannt, daß in erster Linie die zukünftigen Erträge in Frage kommen und die vergangenen nur hilfsweise herangezogen werden sollen.

Aus dem arithmetischen Mittel von Ertragswert und Sachwert wird der "gemeine Wert" berechnet.

b. Beim Stuttgarter Verfahren (2) wird im Regelfall nach der Errechnung des durchschnittlichen Jahresertrages ein Abschlag von 30 % vorgenommen, weil nicht der effektive Ertrag, sondern nur der

(1) zit.: Mellerowicz, K.: "Betriebswirtschaftslehre der Industrie"
Freiburg 1957, S. 112

(2) Mellerowicz, K.: a.a.O. S. 113 ff.

ausschüttungsfähige der Berechnung zugrundegelegt werden soll, denn kaum eine Gesellschaft wird in der Lage sein, ihren Gewinn voll auszuschütten.

In bestimmten Fällen ist auch ein höherer Abschlag vorzunehmen, und zwar dann, wenn der ausschüttungsfähige Ertrag künftig durch zwangsläufige außergewöhnliche Aufwendungen beeinträchtigt werden wird, die der Gesellschaft durch gesetzliche und behördliche Auflagen erwachsen. Der Substanzwert wird ähnlich wie beim Berliner Verfahren errechnet.

Auch das Stuttgarter Verfahren zwingt die Ermittlung in eine rechnerische Form, wie es beim Berliner durch die Mittelung geschah. Man unterstellt, daß der Erwerber grundsätzlich bereit ist, den Substanzwert zu zahlen, jedoch mehr, wenn das Unternehmen rentabel arbeitet. Es wird angenommen, daß dies nur auf drei Jahre im voraus zu erkennen ist, und man bildet den Ertragshundertsatz für diese Zeit, z. B. 7 %. Als Kapitalisierungszinsfuß nimmt man dann 8 % an und sagt, der Erwerber wird nur dann und nur soviel mehr als den Substanzwert bezahlen, als der Ertrag in den nächsten drei Jahren über diesen 8 % liegen wird.

Der als Zins zu erwartende Betrag muß infolgedessen vom Ertrag abgezogen werden. Liegt letzterer nun unter den 8 %, so wird der Käufer sogar weniger als den Substanzwert zahlen.

Unbekannt ist aber das Kapital, das die Zinslast trägt und den gemeinen Wert darstellt. Aus diesem Grunde setzt man in der Formel für dieses x und für den Substanzwert V ein, um den für drei Jahre zu berechnenden Unterschiedsbetrag zwischen Ertragshundertsatz E und der Verzinsung des gemeinen Wertes $\frac{8x}{100}$ zu erhalten:

$$x = V + 3 \left(E - \frac{8x}{100} \right) \quad (1)$$

$$100 x = 100 V + 300 E - 24 x$$

$$x = \frac{100}{124} (V + 3 E) \text{ oder } x = \frac{80,64}{100} (V + 3 E)$$

abgerundet: 80 % der Summe aus Vermögenswert und dreifachem Ertragshundertsatz.

Stammkapital: 90.000 Vermögenswert

(108:90) 120 %

Vermögen: 120.000 Jahresertrag 9.000

10 % Abschl. 12.000 30 % Abschl. 6.300

108.000 Ertragshundertsatz 7 %

$$\text{Gemeiner Wert: } \frac{80}{100} \cdot (120 + 3,7) \frac{80}{100} \cdot 141 = 112,8$$

rund 112 vom Hundert.

c. Der Gesamtwert einer Unternehmung kann mit Hilfe der Mittelwertmethode oder aber auch auf Grund der reinen Ertragswertmethode berechnet werden.

Bei der Mittelung wird der Substanzwert praktisch zweimal berücksichtigt, denn er ist ja auch einer der den Ertragswert bildenden Faktoren. Bei dessen Berechnung kann man den Sachwert und den Firmenwert mit dem gleichen Zinsfuß kapitalisieren oder aber, wie es Fritz will, den Firmenwert wegen dessen größerer Risikobelastung mit einem höheren Zinssatz. Diese Methode wird aber in der Praxis seltener verwandt, da es bei Unternehmensbewertungen bezüglich des Zinsfußes meist zu Unstimmigkeiten kommt, die sich bei einem gespaltenen noch beträchtlich vergrößern würden.

d. Bei der folgenden Analyse der Bewertungsmethoden der Praxis sind drei Gesichtspunkte besonders zu berücksichtigen, die bei der kritischen Würdigung der Methoden in der Literatur ebenfalls von grundsätzlicher Bedeutung sind:

1. Ermöglichen diese Verfahren eine objektive Bewertung

2. Können durch sie die einflußreichen Größen des betrieblichen Risikos, des Kapitalisierungszinsfußes, der Auswirkung von Rationalisierungsmaßnahmen und nicht zuletzt der Eliminierung von Preis- und Geldwertschwankungen bei der Ermittlung der Vergangenheitsgewinne richtig erfaßt werden?

3. Untersuchung des Ermittlungsaufwandes für die Unternehmensbewertung, der bei Anwendung der einzelnen Methoden auftritt.

Betrachtet man unter diesen Gesichtspunkten die Verfahren der Praxis, so weisen sie Mängel auf, ganz abgesehen davon, daß bei den steuerlichen Verfahren als Ergebnis der Gemeine Wert gefunden werden soll. Dies ist aber gleichbedeutend mit einer Preisfeststellung unter gewöhnlichen Umständen, eine Zielsetzung also, die von uns schon abgelehnt wurde.

Bei allen Methoden der Praxis wird zwar die Wichtigkeit der Zukunft betont, aber wie ihre Darlegung gezeigt hat, wird kein Versuch gemacht, die Erträge der Zukunft selbständig zu schätzen und einen normalen Gewinn zu ermitteln. Hinzu kommt, daß auch die verwendeten Vergangenheitsgewinne hinsichtlich ihrer Echtheit nach den Verfahren der Praxis nicht geprüft werden können, da keine Möglichkeiten zur Bereinigung der erzielten Reinerträge genannt werden.

Die Verwendung von nur drei bis fünf Jahreserträgen bildet außerdem auch eine zu schmale Basis für die Ermittlung eines repräsentativen Wertes. Gefährlich ist ein starrer Kapitalisierungszinsfuß, wie ihn z. B. das Berliner Verfahren mit 5,5 % vorsieht, da die Unternehmen nicht alle die gleiche Risikolast tragen. Dies bedeutet eine Bevorzugung einiger Betriebe zu Lasten anderer, deren Risiken weit geringer sind.

Das Stuttgarter Verfahren stellt noch mehr als das Berliner die Ermittlung des gemeinen Wertes in den Vordergrund und weicht somit noch mehr als dieses von unseren Voraussetzungen der objektiven Wertfindung ab. Das zeigt sich vor allem in den Abschlägen von den

durchschnittlichen Jahreserträgen und dem Abzug außerordentlicher Aufwendungen, selbst wenn diese auch zwangsläufig sind.

Hinsichtlich des Kapitalisierungszinsfußes ist das Stuttgarter Verfahren zwar elastischer als das Berliner, da es keinen starren Satz vorsieht, dafür fehlt aber andererseits ein begründeter Vorschlag, welche Richtlinien für die Ermittlung des richtigen Kapitalisierungszinsfußes zu befolgen sind.

Die Verwendung mathematischer Gleichungen zur Lösung der Wertermittlungsfrage ist zwar sehr anschaulich, aber gerade hier, wo es so schwierig ist, generelle Lösungen zu finden, kann das gefährlich werden, da sich als Ergebnis leicht ein nichtrepräsentativer Wert ergeben kann.

Für die Substanzwertbestimmung gibt das Stuttgarter Verfahren ebenfalls keine Richtlinien; man baut hier wohl auf der Berliner Methode der Einheitswertbasis auf. Das ist im Interesse einer repräsentativen Wertfindung nicht ungefährlich, da die Ermittlung des Einheitswertes auf einer sehr groben Methode beruht, die nur für den Fiskus als ausreichend betrachtet werden kann.

Durch die Methoden der Praxis können Preis- und Geldwertschwankungen nicht eliminiert werden. Ebenso unberücksichtigt bleiben das Fortschrittsrisiko und die Wirkungen von Rationalisierungsmaßnahmen.

Manche der eben genannten Nachteile der Methoden der Steuerpraxis werden durch die in der Wirtschaft benutzte Mittelwertmethode ausgeschaltet, vor allem wird eine richtige Substanzbewertung vorgenommen. Gegen dieses Verfahren spricht nun aber weniger, daß es ebenfalls nicht alle Fragen der Gewinnbereinigung löst, sondern daß bei seiner Anwendung das Prinzip des Vorranges der Zukunft durchbrochen wird. Der Schätzer wird allzu leicht geneigt sein, bei Annahme der Gleichrangigkeit von Substanz- und Ertragswert, auf der ja die Mittelung beruht, nur die Vergangenheit sprechen zu lassen. Daher bleiben auch häufig Rationalisierungswirkungen und der Einfluß

des Fortschrittsrisikos unberücksichtigt, da sie erst in der Zukunft wirksam werden.

Dem Wesen des allgemeinen Risikos sucht man allerdings durch das Arbeiten mit dem geteilten Zinsfuß nach Fritz gerecht zu werden.

Nun setzt man durch die Mittelung den Substanzwert nicht nur dem Ertragswert gleich, sondern bewertet ihn sogar höher. Der Ertragswert wurde ja schon unter Heranziehung des Substanzwertes ermittelt, wodurch es zu einer doppelten Berücksichtigung des letzteren kommt. Das ist nicht zu rechtfertigen, vor allem nicht mit der Begründung, man wolle nur vorsichtig bewerten, denn hierdurch wird das Prinzip der Objektivität verletzt.

Axer (1) spricht in diesem Zusammenhang von einem ungleichen Nenner, da ein Mittelwert aus einem Gesamtwert (Ertragswert) und einem Teilwert (Sachwert) gebildet werde. Man müßte, wie er ausführt, um einen gleichen Nenner zu erhalten, noch die immateriellen Werte der Organisation hinzuzählen, also einen Mittelwert aus Ertragswert und Reproduktionswert bilden.

Wir stellten schon fest, die immateriellen Werte seien nur schwierig oder überhaupt nicht zu ermitteln, so daß die so einfach erscheinende Mittelung in Wirklichkeit nur unter beträchtlichen Schwierigkeiten möglich wäre, wenn man den repräsentativen Wert bekommen will. Die Mittelwertbildung stellt außerdem eine Benachteiligung gerade der ertragsreichen Unternehmen dar, da durch sie indirekt ein höherer Risikoaufschlag eingerechnet wird.

Im ganzen kann man wohl sagen, daß diese in der Praxis gebräuchlichen Verfahren im Hinblick auf eine objektive Wertfindung für die Ermittlung des Unternehmenswertes wenig geeignet sind.

(1) zit. Axer, E.: "Der Verkaufswert industrieller Unternehmen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwertes", Berlin 1932 S. 22

Allerdings ist es möglich, daß ihre Verwendung gerade bei Bewertung wenig ertragreicher Unternehmen gewünscht wird. Hierdurch entsteht dann eine ähnliche Situation wie bei der Festlegung des endgültigen Preises, bei der es wesentlich auf die Machtposition der Verhandlungspartner ankommt, welches Verfahren schließlich gewählt wird. Von einer objektiven Wertermittlung kann in solchen Fällen aber keine Rede mehr sein.

Nun sind es gerade diese Methoden, die ohne hohen Aufwand an Arbeit und Kosten angewendet werden können und daher in der Praxis so gern genommen werden. Es ist nur die Frage, ob man den Vorteil der Kostenersparnis mit einem beträchtlichen Abweichen vom repräsentativen Unternehmenswert bezahlen darf.

2. Die Methoden in der Literatur

a. Erst spät wurde mit der wissenschaftlichen Durchleuchtung des Phänomens des Unternehmenswertes begonnen, da bis zum

1. Weltkrieg, zumindest für die großen Kapitalgesellschaften, der Kurs der Anteile als Basis für die Bewertung genommen wurde.

Wegen der dann folgenden Krisen und wirtschaftlichen Umwälzungen kam man dabei zu immer wirklichkeitsfremderen Ergebnissen, so daß Abhilfe geschaffen werden mußte.

Die Wissenschaft nahm sich dieses Problems an und hat bis heute eine ganze Reihe von Ermittlungsmethoden entwickelt, die wegen des komplexen Charakters des Gegenstandes in ihrer Art meistens sehr verschieden sind.

Sie alle aufzuzeigen, würde zu weit führen. Nun lassen sich die meisten Auffassungen in zwei Gruppen zusammenfassen. Manche Autoren folgen in Gedankengang und Ergebnis, wenn auch mit einigen Änderungen, den Darlegungen Schmalenbachs, während die anderen sich der Auffassung von Mellerowicz anschließen.

Einige Ausnahmen gibt es auch hier, wie noch am Beispiel der Methode Busses von Colbes zu zeigen sein wird.

Im folgenden sollen die beiden maßgeblichen Auffassungen einander gegenübergestellt werden. Ihre kritische Betrachtung kann uns dann vielleicht den Weg zur geeignetsten Ermittlungsmethode zeigen, die aber selbst wiederum durch die Verwertung anderer Anregungen, wenn auch nicht im Prinzip, so doch in den Einzelheiten verbesserungsfähig sein wird.

^b₁ Schmalenbach (1) behandelt das Problem im Rahmen der "Beteiligungsfinanzierung". Er stellt die Bedeutung der Zukunft in den Vordergrund, indem er sagt: "Es kommt bei dem Wert einer Unternehmung ebenso wie bei anderen Sachen nicht darauf an, was dieser Gegenstand gekostet hat, was er geleistet hat oder was sonst in der Vergangenheit von ihm bekannt ist, sondern lediglich zukünftige Umstände sind für den Wert des Gegenstandes bestimmend."

In seiner weiteren Darstellung weist Schmalenbach aber darauf hin, daß diese zukünftigen Dinge nur mit Hilfe des Umweges über die Vergangenheit erkennbar seien. Dies gelte auch für die Ermittlung des Ertragswertes. Hier betont er das Primat des Zukunftsertrages noch stärker als es oben geschah, da er sich auf den Standpunkt des Verkäufers stellend sagt: (2) "Nicht das, was das Unternehmen in der Vergangenheit geleistet hat, geht ihm beim Verkauf verloren, sondern dasjenige, was die Unternehmung in Zukunft noch leisten wird."

Mit diesem Satz streicht er aber nicht nur die Bedeutung der Zukunft heraus, sondern eher noch mehr den Einfluß des Ertragswertes, der ja nur das Ergebnis der ermittelten Leistungsfähigkeit darstellt. Unter diesem Blickpunkt sind seine späteren Darlegungen über die Bedeutung des Reproduktionskostenwertes und des Ertragswertes besonders interessant.

(1) zit.: Schmalenbach, E.: "Die Beteiligungsfinanzierung", 7. Aufl. Köln-Opladen 1949 S. 39

(2) Schmalenbach, E.: a.a.O. S. 40

Da Schmalenbach keinen Weg sieht, den Zukunftsertrag direkt zu ermitteln, geht er daran, die Vergangenheitsgewinne hinsichtlich ihrer Echtheit zu untersuchen, um Schlüsse auf die Zukunft ziehen zu können.

Er schlägt vor, als erstes die stillen Reserven herauszukristallisieren; bei uns ergibt sich das schon in der Begriffsbestimmung des Betriebsgewinnes, dem die kalkulierten und nicht die bilanzmäßigen Abschreibungen zugrundeliegen. Als zweites sollen die Aufwandskonten genau analysiert werden, und zwar die Zinsen bezüglich der Höhe und Notwendigkeit des aufgenommenen Kapitals, Prüfung der Gehälter und anderen Vergütungen für leitende Personen, Analyse der Steuern, Nachprüfung der Reparaturleistungen und schließlich Überprüfung der Debitorenverluste.

Dieser Bereinigung will Schmalenbach aber nur die Gewinne der letzten zwei bis drei Jahre zugrundelegen, da er einmal glaubt, daß diese ausreichen, zum anderen aber meint, es in bezug auf die Höhe des Ermittlungsaufwandes nicht verantworten zu können, den Ertrag weiterer Jahre mit heranzuziehen. Für die Ermittlung des Durchschnittsgewinnes ist es auch nicht notwendig, aufeinander folgende Erträge als Grundlage zu nehmen.

Hat Schmalenbach auf diese Weise den Durchschnittsgewinn ermittelt, so wird der Zukunftsertrag berechnet.

Hierbei sind alle voraussichtlichen Mehrerträge zuzuzählen und alle erwarteten Mindererträge abzusetzen. Nun kommt es vor, daß bei der Veräußerung die Gesellschaftsform gewechselt wird. In diesem Falle sind alle Gehaltsveränderungen, Änderungen der Steuerlasten usw. zu berücksichtigen.

Besondere Bedeutung hat das übrigens noch für den Kapitalisierungszinsfuß, der auch von der Unternehmungsform und -größe, der Art des Geschäftszweiges u. a. abhängt, denn ein kleiner Unterschied im gewählten Zinsfuß verursacht erhebliche Abweichungen der Ergebnisse. Schmalenbach will außerdem das Risiko nur allgemein durch

einen Pauschalsatz im Kapitalisierungszinsfuß berücksichtigen. Er unterscheidet dann noch einen Zukunftsertragswert, bei dem die Konkurrenzgefahr in Ansatz gebracht ist, und einen, bei dem das noch nicht geschah.

Nachdem er auf diesem Wege den Ertragswert errechnet hat, geht er zur Sachwertermittlung über. Da für ihn der Reproduktionswert ebenfalls der Oberbegriff zum Sachwert ist, sieht er dessen Aufgabe lediglich in der Feststellung, wozu sich die vorhandenen Anlagen in Zukunft gebrauchen lassen. Er sagt dazu (1): "Der Wert einer Sache wird durch ihren Nutzen bestimmt. Der Einzelnutzen, z. B. der eines Grundstückes, geht im Gesamtnutzen auf, also ist der Unternehmenswert nicht durch Addition der Einzelwerte feststellbar."

Aus diesem Grund lehnt Schmalenbach auch die Bilanz normaler Ausführung als Unterlage ab, denn ihre Aufstellung erfolgt heute noch immer zu sehr nach statischen Gesichtspunkten.

Nach diesen Darlegungen verläßt Schmalenbach das Gebiet der Ermittlung des Unternehmenswertes und klärt einige Sonderfragen (2), sowie die Stellung und Bedeutung von Reproduktionskosten- und Ertragswert.

Dabei läßt er aber die Frage offen, wie ersterer berechnet werden soll, da er ausdrücklich den Wert der lebendigen Organisation in die Reproduktionskosten einbezieht, so daß für deren Errechnung die Kenntnis des Sachwertes allein nicht ausreicht. Das einzige, was Schmalenbach zu diesem Punkt sagt, ist der Hinweis, daß ein neues Unternehmen die bestehenden Rentabilitätsverhältnisse durch seine zusätzliche Konkurrenz verändern würde, woraus sich ein Vorteil beim Kauf eines bestehenden Betriebes ergibt, der mitberechnet

(1) Schmalenbach, E.: a.a.O. S. 59

(2) Schmalenbach, E.: a.a.O. S. 60 ff.

werden muß. Für ein nicht voll beschäftigtes Unternehmen, dessen Vollbeschäftigung in nächster Zeit auch nicht zu erwarten ist, setzt Schmalenbach den Reproduktionskostenwert als Maximum.

Über die Bedeutung des Reproduktionskosten- und des Ertragswertes sagt Schmalenbach abschließend folgendes (1): "Ist der Zukunftsertragswert niedriger als der Reproduktionswert, so ist der Zukunftswert der entscheidende Wert. Ist dagegen der Reproduktionswert niedriger als der Zukunftsertragswert, so ist weder der eine noch der andere Wert ohne weiteres anzusetzen."

Durch diese Aussage setzt Schmalenbach den Reproduktionswert dem Ertragswert gleich und begründet damit die dualistische Auffassung, auf der seine Anhänger und Gegner aufbauen.

Kolbe (2) schließt sich im Prinzip dieser Auffassung Schmalenbachs an, führt aber die Gewinnbereinigung auf anderer Basis durch, und zwar: Prüfung der Kosten ohne die der Rohstoffe, Errechnung der Spanne zwischen Rohstoffpreis und Verkaufspreis, Erfassung von Umsatz und Absatz. Er sagt: "Der Grundgedanke ist, einmal die betriebliche Kostengestaltung und Wertschöpfung von den außerbetrieblichen Marktpreisbewegungen loszulösen und ferner die Tendenz der Umsatzentwicklung in sich und im Vergleich zu volkswirtschaftlichen Entwicklungserscheinungen festzustellen."

Auch Moral (3) teilt die Auffassung Schmalenbachs in bezug auf die Gleichrangigkeit von Ertragswert und Substanzwert, kommt aber in der Anwendung zu einem anderen Ergebnis. Im Falle des niedrigeren Ertragswertes empfiehlt er den Sachwert als Grundlage, befürwortet aber zum Ausgleich eventueller Risiken die Mittelung.

Leider verfällt er in den von Schmalenbach gerügten Fehler der statischen Auffassung. Das zeigt sich einmal in der Benutzung des Wortes

(1) Schmalenbach, E.: a.a.O. S. 66.

(2) zit.: Kolbe, K.: "Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehm." Köln 1954, S. 37

(3) Moral, F.: a.a.O. S. 132

Vermögenswert (1) statt Sach- oder Substanzwert, zum anderen darin, daß er als Unterlagen Inventar und Geschäftsbilanzen nehmen will.

Auch Klinger (2) glaubt an den Dualismus zwischen Ertragswert und Substanzwert, da, wie er meint, ohne Substanz kein Ertrag zu erzielen sei. Diese Aussage ist zwar richtig, stellt aber doch keine ausreichende Begründung für die Gleichrangigkeit der Begriffe dar. Klinger lehnt eine schematische Mittelung ab, da auch er sich je nach Bewertungsfall für eine Gewichtsverlagerung vom Ertragswert zum Substanzwert oder umgekehrt einsetzt.

Husemann (3) befürwortet einmal die Mittelung, zum anderen aber geht er noch weiter als Schmalenbach, da er den Sachwert als Bewertungsbasis nehmen will, weil dieser ohne größere Schwierigkeiten zu ermitteln sein, ein Vorteil, der bei der Berechnung des Ertragswertes fehle. Diesen will er nur als Korrektiv verwenden.

^b₂ Um den Darlegungen Schmalenbachs gerecht zu werden, muß man bei der Analyse seiner Methode beachten, unter welcher Aufgabenstellung er sie entwickelte.

Schmalenbach wollte für das in der Wirtschaft immer aktueller werdende Problem der Unternehmensbewertung eine theoretische Grundlösung geben, die sich dennoch den Erfordernissen der Praxis weitgehend anpaßt. Der auf dieser Basis entstandene Kompromiß kann aber den Forderungen einer objektiven Wertfindung wegen mehrerer Unstimmigkeiten nicht ganz gerecht werden.

So stellt Schmalenbach das Primat der Zukunft am Anfang seiner Darlegungen klar in den Vordergrund, während er später nur auf die Ver-

(1) Moral, F.: a.a.O. S. 115

(2) Klinger, K.: Diskussionsbeitrag zu Bankmann, in: "Der Betrieb" 10. Jg. 1957 S. 409

(3) Husemann, H.: a.a.O. S. 137

gangenheitsgewinne zurückgreift und annimmt, daß diese nur wenig verändert auch in der Zukunft zu erwarten seien. Dabei wird die exakte Nachprüfung der Nachhaltigkeit unterlassen und ohne weiteres die Vergangenheitserträge bei der Mittelwertbildung zugrundegelegt.

Diese weist ebenfalls einen Widerspruch auf. Schmalenbach betont vorher ausdrücklich den Vorrang der Leistungsermittlung und damit den des Ertragswertes, befürwortet aber trotzdem die Mittelung, die ihn mit dem Sachwert zumindest auf eine Stufe stellt. Mit Rücksicht auf die Praxis verläßt Schmalenbach in einem Punkt die Basis der objektiven Bewertung. Er will im Fall, daß der Ertragswert den Substanzwert übersteigt, den Mittelwert als Richtzahl nehmen und im umgekehrten Fall den Ertragswert. Bei einem solchen willkürlichen Grundlagenwechsel kann aber von objektiver Bewertung nicht mehr gesprochen werden.

Die Mittelwertbildung hat auch noch zur Folge, daß durch ihre Anwendung automatisch ein indirekter Risikoaufschlag eingerechnet wird. Schmalenbach berücksichtigt daher das betriebliche Risiko zweimal, da er außerdem noch einen Pauschalsatz beim Kapitalisierungszinsfuß veranschlagen will.

Seine Darlegungen bieten leider keine Möglichkeiten für die Eliminierung von Geldwert und Preisschwankungen, da er keine Forderungen zur Aufbereitung der Unterlagen stellt und Erfolgsrechnungen sowie Bilanzen mit den jeweiligen Nominalzahlen verwendet werden. Allerdings zeigt sich, wenigstens in bezug auf die Geldwertschwankungen, ein Vorteil der Heranziehung von nur zwei oder drei Vergleichsjahren, da die Schwankungen in dieser kurzen Zeit in den seltensten Fällen von Bedeutung sind.

Es stellt sich die Frage, ob die von Schmalenbach vorgeschlagene Zahl von Gewinnvergleichsjahren ausreicht. Das kann aber nur schwer beantwortet werden, da jeder Einzelfall anders gelagert ist. Festzuhalten bleibt lediglich, daß ein solch kurzer Zeitraum kaum den

Gewinntrend erkennen läßt. Den bisherigen Inhabern der Unternehmung bietet sich also die Möglichkeit, in der Zeit vor der Veräußerung die Gewinne so zu manipulieren, daß sie in dem zugrundegelegenden Zeitraum möglichst groß erscheinen.

Schmalenbach erfaßt auch das Fortschrittsrisiko nur sehr unvollkommen, weil der von ihm vorgeschlagene Pauschalsatz für das Risiko hierfür nicht ausreicht.

Seine Methode zeigt auch kaum eine Möglichkeit, die auf den Zukunftsertragswert wirkenden Einflüsse von Rationalisierungsmaßnahmen und Investitionen, die kurz vor der Veräußerung erfolgt sind, zu erfassen.

Bezüglich zukünftiger Investitionen wären sogar schwerwiegende Irrtümer möglich, weil der Substanzwert im Verhältnis zu den bisherigen Gewinnen, die Schmalenbach allein verwendet, zu hoch erscheinen könnte, vielleicht sogar den Ertragswert übersteigen würde. Höhere Gewinnerwartungen infolge zusätzlicher Investitionen werden hierbei überhaupt nicht berücksichtigt; daher kann die Befolgung der Richtlinien Schmalenbachs einen zu niedrigen Unternehmenswert ergeben.

Der Ermittlungsaufwand ist bei der Methode Schmalenbachs im Verhältnis zu dem anderer Verfahren gering. Dies wird einmal bedingt durch die wenigen Vergleichsjahre; die Prüfer haben die Möglichkeit, die Unterlagen in kürzerer Zeit durchzuarbeiten und brauchen auch nur für diese entlohnt zu werden; zum anderen sind die Unterlagen meist ohne größere Aufbereitung verwendbar.

Die Frage bei allem ist nur, ob man die Ersparnisse am Ermittlungsaufwand, die gegenüber anderen Methoden zweifelsohne beträchtlich sind, mit einer großen Abweichung vom objektiven Wert bezahlen darf. Allerdings hängt die Beantwortung dieser Frage noch weitgehend vom Einzelfall ab, da die Abweichungen umso größer werden, je weiter der Ertragswert einer Unternehmung den Substanzwert übersteigt.

^c₁ Für Mellerowicz (1) ist die Unternehmensbewertung gleichbedeutend mit der Ermittlung des Ertragswertes, da dieser seiner Meinung nach allein die Leistungsfähigkeit der Unternehmung und damit deren Gesamtwert repräsentiert.

Bevor er nun darauf näher eingeht, untersucht er noch kurz das Verhältnis des eingesetzten Kapitals zum Gewinn: Wie er ausführt, könnte der Eigentümer mit dem Nominalbetrag seiner Einlagen, natürlich richtige Ergebnisrechnung vorausgesetzt, unter Berücksichtigung von Geldwertschwankungen abgefunden werden. Das, was seine Leistung ausmachte, wäre durch die richtigen Gewinne, die ihm zugeflossen sind, abgegolten. Die Möglichkeit einer richtigen Gewinnermittlung bestehe aber nur bei der Totalbilanz, also am Ende einer Unternehmung, weil da erst in diesem Falle jede Bewertungsproblematik aufhört.

Aus diesem Grunde muß ein anderer Weg gefunden werden, um den Eigentümer gerecht zu entschädigen, d.h. den objektiven Unternehmenswert zu ermitteln. Wie Mellerowicz meint, ist das auf direktem Weg kaum möglich, vor allem nicht mit Hilfe mathematischer Formeln, da alles auf Schätzung beruhe.

In seinen weiteren Ausführungen läßt sich klar die Tendenz zum Ertragswert als allein maßgeblichen Wert erkennen. Z.B. (2) "So haben die Produktionsfaktoren eines Betriebes infolge ihrer Betriebsverbundenheit einen Wert, der sich nicht aus ihnen selbst, sondern aus ihrer Verbundenheit, dem betrieblichen Wertgesamt ableistet. Daher spielt z.B. der Wert einer Maschine die geringere Rolle, es kommt also auf die ökonomische Effizienz an, die verschwindet, wenn der Ertrag, der sie ins Leben rief, nicht mehr vorhanden ist."

(1) zit.: Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O. S. 9 ff.

(2) zit.: Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 10

Da aber die Reinerträge, vor allem die zukünftigen nicht genau zu erfassen sind, will er Hilswerte verwenden, unter denen der Sachwert die größte Rolle spielt. Seine Bedeutung kennzeichnet Mellerowicz mit den Worten: "Aus dem Sachwert fließen die Aufwände des Betriebes." (1)

Zu dem Sachwert tritt die Unternehmerleistung. Hinzu kommt noch eine indirekte Wirkung des Sachwertes. Durch Investitionen wird die Marktstellung verändert, die wiederum den Ertragswert beeinflusst. Damit können z. B. Neugründungen infolge der nun notwendig gewordenen extrem hohen Kapitalinvestition sehr erschwert werden, was dem bestehenden Unternehmen Monopolvorteile verschafft.

Überhaupt stellt Mellerowicz bei der Sachwertbetrachtung alles darauf ab, wie der Sachwert den Ertragswert beeinflusst.

Um das investierte Sachkapital zu ermitteln, nimmt er als Unterlagen Inventar und Bilanzen, stellt aber sofort klar, daß ersteres geeigneter ist, weil die Bilanzen immer erst bereinigt werden müssen. Zu diesen Unterlagen treten technische und betriebswirtschaftliche Gutachten über den Wert der einzelnen Vermögensgegenstände.

Bei der Sachwertberechnung geht Mellerowicz nur von der Aktivseite der Bilanz aus und nimmt die folgenden Bereinigungen vor:

Ausscheidung von nicht betriebseigenen Gegenständen und von Sachwerten, die weder unmittelbar noch mittelbar an der Leistungserstellung beteiligt sind. Also scheidet auch Mellerowicz die nichtbetriebsnotwendigen Sachgüter aus der Ermittlung aus.

Für den Sachwert kennt er zwei Bewertungsprinzipien, und zwar das Aufwandsprinzip und das Ertragsprinzip. Es ist nun die Frage, welche Werte dem Aufwandsprinzip zugrundegelegt werden sollen: Anschaffungs- und Kostenwerte, wie sie die Bilanz liefert, oder Marktzeit-

(1) zit.: Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a. a. O. S. 21

werte, die Mellerowicz als Reproduktionswerte bezeichnet, die aber nur Teilproduktionswerte darstellen

Anschaffungswerte sind kaum zu verwenden, da sie an die schwankenden Preise gebunden sind und außerdem bei Überabschreibungen keinen repräsentativen Wert mehr ergeben. Er hält den Reproduktionskostenwert (Marktzeitwert) für geeigneter, da dieser aussagt, wie im Augenblick der Wert der Betriebsgüter auf den Beschaffungsmärkten ist.

Hat man die Bewertung auf dieser Basis durchgeführt, so erhält man einen Reproduktionskostenneuwert, der aber nicht den wirklichen Wert repräsentiert, bei dem es sich ja um einen Altwert handelt. Aus diesem Grunde muß vom Neuwert unter Berücksichtigung des wirtschaftlichen Verschleißes und sonstiger Umstände, wie z.B. des Zustandes der Anlagen, der Marktlage usw., abgeschrieben werden. Auf diesem Wege erhält man dann die Höhe der effektiven Kapitalbindung im Betrieb. Setzt man diese in ein Verhältnis zum Betriebsgewinn, so ergibt sich die Rentabilität.

Hat Mellerowicz auf diese Weise den Sachwert durchleuchtet, geht er zum Ertragsprinzip über und untersucht die Bedeutung und Entstehung des Ertragswertes.

Der Reinertrag ist die erste Grundlage des Ertragswertes. Erneut hebt er das Primat der Zukunft hervor, indem er sagt (1): "Es ist also richtig, die Erträge der Vergangenheit gemäß den Zukunftsaussichten zu korrigieren. Umgekehrt dagegen müssen die selbständig geschätzten zukünftigen Erträge durch die Vergangenheit verbessert werden."

Eine solche Schätzung bedarf umfangreicher Vorbereitungen, da sehr viele Umstände beachtet werden müssen. Neben einer eventuell bestehenden Plankostenrechnung sind es vor allem Hauptbuchkonten,

(1) zit.: Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes",
a.a.O. S. 48

Kalkulationsaufzeichnungen und Statistiken, die als Unterlagen für die selbständige Ermittlung des Zukunftsertrags verwandt werden.

Außerdem ist die Marktlage der Unternehmung genau zu prüfen, wobei beachtet werden muß, wo das Schwergewicht der Betriebspolitik liegt. Weiterhin sollen die allgemeine wirtschaftliche Lage und die der Branche, sowie die Konjunktüreinflüsse untersucht werden. Bei Branchenuntersuchungen sind auch die technischen Entwicklungsmöglichkeiten im Auge zu behalten. Der Schätzer muß überdies die Möglichkeit der Heranziehung neuen Kapitals, neuer Arbeitskräfte usw. berücksichtigen.

Erst wenn diese selbständige Schätzung durchgeführt wurde, will Mellerowicz die Vergangenheitsergebnisse heranziehen. Im Gegensatz zur allgemeinen Auffassung in der Literatur und zu unserem Begriff des Ertrages will Mellerowicz auch neutrale Erfolge, sofern sie nur nachhaltig sind, im zugrundezulegenden Reinertrag belassen.

Mellerowicz verlangt dann wie alle anderen noch eine Gewinnbereinigung mittels Kostenanalyse der vergangenen Jahre. Dabei will er aber die Ergebnisse einer ganzen Konjunkturperiode heranziehen. Weiterhin weist Mellerowicz auf den Unternehmerlohn und die Eigenkapitalzinsen hin, die keinen Kostencharakter haben. Wurden sie in dem zu bewertenden Unternehmen trotzdem als Kosten angesetzt, so muß ihre Summe dem ausgewiesenen Gewinn zugefügt werden.

Hat man auf diese Weise einigermaßen echte Betriebsgewinne errechnet, so läßt man am besten vor der Durchschnittsbildung Jahre mit anormalen Ergebnissen heraus. Den auf diese Weise ermittelten Gewinndurchschnitt verwendet Mellerowicz als Kontroll- und Vergleichsgröße zu dem vorher selbständig geschätzten Zukunftsertrag.

Ebenfalls erwähnt wurde, daß das Risiko entweder bei den einzelnen Aufwands- und Ertragselementen berücksichtigt oder aber allgemein durch einen höheren Kapitalisierungszinsfuß in Rechnung gestellt werden kann.

Mellerowicz entscheidet sich vor allem deswegen für die erstere Methode, damit das Risiko nicht doppelt in Rechnung gestellt wird, und zwar einmal durch ein zu vorsichtiges Bewerten bei Aufwand und Ertrag, zum anderen durch den höheren Zinsfuß. Er weist auch darauf hin, daß man die Gefahr an der Quelle treffen muß und die ist der Gewinn, der ja bei Risikoeinberechnung von Aufwand und Ertrag beeinflußt wird. Aus diesem Grunde lehnt er den Vorschlag Schmalenbachs ab, das Risiko nur durch eine Abschreibung vom Firmenwert zu berücksichtigen, d.h. bei ihm vom Kapitalisierungsmehrwert. Allerdings wird auch hier der Gewinn getroffen, aber nur indirekt, so daß man die Ablehnung von Mellerowicz verstehen kann, der sagt, daß nicht der Firmenwert, sondern der Ertrag gefährdet ist.

Der Kapitalisierungszinsfuß als eine der Grundlagen des Ertragswertes, der bezüglich seiner Ansatzgröße sehr problematisch und umstritten ist, war auch für Mellerowicz von besonderem Interesse.

Bei ihm hat der Zinsfuß zwei Aufgaben, und zwar: durch richtige Kapitalisierung den Ertragswert zu bestimmen und darüber hinaus alle Faktoren, die im Ertrage gesondert nicht berücksichtigt werden können, allgemein, gewissermaßen als Pauschalsatz, in sich aufzunehmen.

Hinsichtlich der Höhe des Zinsfußes macht er keine konkreten Angaben und steht damit im Gegensatz zu anderen Autoren, weil seiner Meinung nach generell über die Ansatzgröße nichts verlautet werden kann, (1) "da die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes nur in Bezug auf einen ganz bestimmten Betrieb festgelegt werden kann." So ist spielsweise das Risiko bei dem einen Betrieb noch zu erfassen, gehört also zur Berechnung des Reinertrages, während es bei einem anderen

(1) zit.: Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes", a.a.O., S. 76

wegen schlechter Erfafbarkeit in Form eines Pauschalaufschlages im Zins berücksichtigt werden muß.

Obwohl Mellerowicz starre Prozentsätze als Zinsfuß ablehnt, gibt er doch Ratschläge hierzu. Z. B. (1) könnten in den verschiedenen Branchen ganz unterschiedliche Rentabilitätsziffern üblich sein, da eine allgemeine Konkurrenz zwischen ihnen unmöglich sei, so daß der landesübliche Zinsfuß für risikofreie Kapitalanlagen nicht als Maßstab genommen werden dürfe. Hier käme dann dem branchenüblichen Zinsfuß eine erhöhte Bedeutung zu. Eine weitere Lösung sei die Mittelung der beiden genannten Zinssätze, vielleicht zuzüglich eines betriebsindividuellen Zuschlages.

Mellerowicz weist aber nochmals darauf hin, daß diese allgemeinen Vorschläge bei praktischen Bewertungen immer hinsichtlich der Betriebsindividualität zu überprüfen seien.

Bankmann (2) stimmt voll und ganz mit der Ansicht von Mellerowicz überein, daß der Ertragswert der richtige Wert sei. Der Sachwert dürfe nur ausnahmsweise aus praktischen Beweggründen mit verwandt werden.

Gudehus (3) vertritt ausschließlich den Standpunkt des Dynamikers, indem er den Ertragswert auf jeden Fall als den einzig richtigen Wert selbst für die Anlagen bezeichnet.

Walb (4) ist ebenfalls wie Mellerowicz der Meinung, daß der Ertragswert allein der richtige Wert sei, schränkt aber ein, dieses Ergebnis der Theorie sei wegen seiner Problematik bezüglich der Erfassung in

(1) Mellerowicz, K.: a.a.O., S. 78

(2) Bankmann, J.: "Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung" in: "Der Betrieb", 10. Jg. 1957 S. 409

(3) Gudehus, H.: "Grundprobleme und Irrtümer bei der Anlagenbewertung", in: ZfB. 26. Jg. 1956, S. 453

(4) Walb, E.: "Betrachtungen über Wertarten und stille Reserven im Zusammenhang mit der Frage der Bewertung von U. und U.-Anteilen" in Zeitschrift für Betriebsw., 34. Jg., Leipzig 1940, S. 1ff.

der Praxis nicht immer zu verwirklichen. Er weist auch darauf hin, daß von den erfolgten Veräußerungen nur etwa drei bis fünf Prozent auf der Grundlage des Ertragswertes stattgefunden hätten.

^c₂ Ebenso wie Schmalenbach hat sich auch Mellerowicz eine bestimmte Aufgabe gestellt. Er sieht sein Hauptziel in der Entwicklung einer theoretisch einwandfreien Methode. Dabei weist er selbst darauf hin, daß sie in der Praxis in vielen Punkten nicht durchführbar sei, was die Gültigkeit seiner Theorie aber nicht beeinträchtigt, denn Theorie und Praxis hätten nicht immer dieselben Aufgaben (1).

Mellerowicz baut seine Methode konsequent auf der Erkenntnis auf, daß die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens der einzig richtige Maßstab für die Wertermittlung sei.

Unter Berücksichtigung des Substanzwertes als Korrektiv führt seine Methode der Unternehmenswertermittlung zu einem optimalen und brauchbaren Ergebnis, da er auf diese Weise alle bedeutenden Einflüsse der Wertbildung berücksichtigt.

Vor allem schlägt Mellerowicz als Grundlage einen normalen Betriebsgewinn vor, allerdings mit einer Ausnahme: neutrale Erträge, falls sie nachhaltig sind, möchte er mit einbeziehen. Letzteres stellt aber einen Widerspruch zu dem von ihm gegebenen Substanzwertbegriff dar; denn er will ja nur die betriebsnotwendigen Teile des Sachwertes berücksichtigen, während doch gerade die neutralen Erträge ihre Entstehung meist den nicht betriebsnotwendigen Vermögensteilen verdanken.

Im folgenden weist Mellerowicz darauf hin, daß eine selbständige Schätzung der Zukunftserfolge auf solch unsicherer Basis ruht, daß ihr Ergebnis immer skeptisch betrachtet werden muß. Selbst wenn

(1) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes"
a.a.O., S. 148

man seine Ansichten über die Aufgaben der Theorie teilt, wird man doch nicht auf der einen Seite eine selbständige Schätzung als Voraussetzung einer richtigen Bewertung verlangen, während man auf der anderen selber sagt, daß das Ergebnis wegen der auftretenden Unsicherheiten nicht befriedigt.

Näher zu untersuchen sind noch seine Ausführungen über die Komponenten des Ertragswertes. Er will nicht nur zwei bis drei Jahresergebnisse der Durchschnittsbildung zugrundelegen, sondern möchte eine ganze Reihe von Jahren, wenn nicht sogar eine ganze Konjunkturperiode heranziehen. Der Gedanke, daß zwei oder drei Jahre nicht ausreichen, um einen repräsentativen Gewinndurchschnitt zu bekommen, ist durchaus angebracht. Man steht nur vor der Frage, die auch Mellerowicz nicht klar beantwortet, wieviele Jahresergebnisse genommen werden sollen. Die Untersuchung darf sich auch nicht auf zu viele Ergebnisse erstrecken, da sich im Laufe einer längeren Zeit beträchtliche Änderungen in der Betriebsstruktur ergeben können. Diese sind nicht immer klar herauszukristallisieren, so daß die Gewinnbereinigung nicht genau genug durchgeführt werden kann.

Der Vorschlag Mellerowiczs, das Risiko am Ort seiner Entstehung, also bei den Aufwands- und Ertragselementen zu erfassen, ist schon aus theoretischen Erwägungen zu begrüßen, überdies wird dadurch aber auch noch jede Doppelberücksichtigung vermieden.

Es kann allerdings passieren, wenn ein Schätzer verschiedene Bewertungsverfahren mischt, daß er einmal die Risiken an den Elementen erfaßt, zum zweiten durch einen allgemeinen Zuschlag auf den Kapitalisierungszinsfuß und zum dritten indirekt durch eine Mittelwertbildung.

Obwohl Mellerowicz sich so stark für eine selbständige Schätzung des Zukunftserfolges einsetzt, sagt er doch über einige hierfür wichtige Größen nur wenig. Fortschrittsrisiko und Rationalisierungs-

effekte werden in ihrer Problematik zwar angeschnitten, aber nicht ausführlich behandelt.

Für die Eliminierung von Preis- und Geldwertschwankungen macht er eine ganze Reihe von praktischen Vorschlägen.

Die Methode von Mellerowicz stellt eine theoretische Darlegung der Entwicklung und Zielsetzung der Unternehmensbewertung dar, die ohne Rücksicht auf die Belange der Praxis vorgenommen wurde, um einen repräsentativen Unternehmenswert zu erhalten.

Aus diesem Grund ist sie in der dargestellten Form teilweise nicht durchführbar, weil sie zu hohem Aufwand verursacht.

Als Beispiel hierfür sei nur der Vorschlag erwähnt, eine ganze Reihe von Jahresergebnissen der Berechnung zugrunde zu legen. Die Prüfer würden damit so viel Arbeit haben, daß die auftretenden Kosten in keinem rechten Verhältnis zu dem erzielten Ergebnis stehen würden. Die Prüfung ist auch deshalb so umfangreich, weil die Unterlagen oft nicht mehr vollständig vorhanden sind oder erst in eine neue Form gebracht werden müssen.

^{d1} Die jüngste Methode der Unternehmensbewertung stammt von Busse von Colbe; ihr wollen wir uns nun zuwenden.

In seiner Grundauffassung ist er wie Mellerowicz der Ansicht, daß die Zukunft das Entscheidende sei und man von den Erfolgen und nicht von den Substanzwerten ausgehen sollte.

Wenn v. Colbe auch auf den gleichen Grundlagen wie Mellerowicz aufbaut, geht er doch einen eigenen Weg. Er befürwortet die Ermittlung des Zukunftserfolges nicht über die Kapitalisierung der Aufwendungen und Erträge, sondern der Zahlungen, die vom Unternehmen erwartet werden. Seiner Meinung nach ist diese Basis exakter.

Nach ihm hat der Zukunftserfolgswert zwei Bestandteile; das investierte Eigenkapital und den Unternehmensmehrwert (Goodwill).

"Vom Zukunftserfolg wird die Eigenkapitalverzinsung abgesetzt und der verbleibende Restgewinn kapitalisiert. Der so errechnete Unternehmenswert bildet zusammen mit dem investierten Eigenkapital den Zukunftserfolgswert des Eigenkapitals. Bei gleichen Zinssätzen stimmt er mit dem Wert überein, der sich aus der Kapitalisierung des gesamten Zukunftserfolges ergibt." (1)

Von Colbe (2) stellt seine Kapitalisierung auf die Zahlungsreihen ab, d.h. auf die zeitliche Übereinstimmung von Geldausgaben bzw. -einnahmen und Gütereingängen bzw. -verkäufen. Es wird unterstellt, daß nur mit Eigenkapital gearbeitet wird und die Kostengüter jeweils am Anfang oder zum Ende jeden Jahres, also nicht laufend, eingehen, und sofort bezahlt werden.

Ausgangspunkt seiner Berechnungen sind die Zahlungen der Vergangenheit. Mit Hilfe eines langfristigen Planes gewinnt er dann alle zukünftigen Betriebsausgaben, Einnahmen und Investitionsausgaben. Bei ihm spielt der Investitionsplan überhaupt eine überragende Rolle.

Hat von Colbe auf diese Weise die Grundlage geschaffen, so ermittelt er durch abnehmende Abstraktionen den Zukunftserfolgswert über eine ganze Reihe von umfangreichen Rechenoperationen.

Von Colbe muß im weiteren in die Zahlungsreihen Kreditaufnahmen bzw. Rückzahlungen aufnehmen. Außerdem muß er die Tatsache in Rechnung stellen, daß laufend Güter erworben oder verkauft werden, nicht nur am Anfang oder Ende einer Periode. Weiterhin ist zu berücksichtigen, daß die Zahlungen sehr oft nicht sofort nach Lieferung erfolgen.

Weil von Colbe die Zahlungsreihen als Basis nimmt, muß er auch zwangsläufig das Problem der Rechnungsabgrenzung lösen und nicht

(1) zit.: von Colbe; a.a.O. S. 12

(2) von Colbe: a.a.O., S. 39 ff.

nur für die Vergangenheit, sondern auch für die Zukunft. Bei long term-Betrachtungen spielt das allerdings eine weniger große Rolle, ist aber selbst in diesem Fall nicht ganz bedeutungslos.

^d₂ Ebenso wie Mellerowicz hat sich auch von Colbe die Aufgabe gesetzt, eine einwandfreie Theorie für eine exakte Unternehmensexwertermittlung zu entwickeln, ohne dabei die Schwierigkeiten in der Durchführung gebührend zu berücksichtigen.

Allerdings geht er insoweit auf die Belange der Praxis ein, als er für die Ermittlung des Zukunftserfolges Pläne ausarbeitet, die sich auch auf Vergangenheitszahlen stützen.

Seiner Behauptung, daß Einnahmen und Ausgaben den Zukunftserfolg besser und klarer darstellten als Aufwand und Ertrag, fehlt aber der zwingende Beweis, denn der von ihm hierzu angeführte Ruchti-Effekt kann das in seinen Folgen allein nicht zeigen.

Vielleicht ist es richtig, daß anhand eines guten Investitionsplanes und genauer Abschreibungskalkulation die Zahlungen besser zu erfassen sind als Aufwand und Ertrag, wenigstens was die Zukunft angeht, dem stehen aber einige Bedenken entgegen.

Wir wiesen schon auf die Schwierigkeiten bei der Abgrenzung hin. Diese werden auch nicht dadurch aus dem Weg geräumt, daß man sagt, in längerer Zeit gleiche sich das aus. Von Colbe kann auch bei einem langen Zeitraum nicht alle Zahlungsabwicklungen erfassen, die von bereits entstandenen Aufwänden oder Erträgen herrühren, da dies nur aus der Sicht der Totalbilanz möglich ist.

Im Falle des zeitabhängigen Endes der Unternehmung allerdings müßte den Zahlungsreihen gegenüber Aufwand und Ertrag der Vorzug gegeben werden. Da man aber das Ende nur selten voraussehen kann, ist dieser Vorteil der Colbeschen Methode ohne Belang.

Die oben geschilderten Abstraktionen bilden ein weiteres Problem. Sind nämlich solche selbst anhand von festen Zahlen im Rahmen eines lebenden Betriebes schon für die Gegenwart schwierig anzuwenden, so wird das bei Ermittlungen, die die Zukunft betreffen, auf diesem Wege wahrscheinlich undurchführbar sein.

Die ausgefeilten mathematischen Formeln, die bei dieser Methode angewandt werden müssen, um die Abstraktionenabnahme zu ermöglichen können sich sogar nachteilig auswirken, da sie zum Schema zwingen.

Selbst wenn die Vorteile, die von Colbe für seine Ermittlungsmethode anführt, unbestritten wären, stände ihnen doch der Nachteil der ungeheuren Rechenarbeit gegenüber, der ihre Anwendung nicht ratsam erscheinen läßt.

Die von Colbe angeführten Vorteile haben aber nicht die Bedeutung, die er ihnen zumißt, vor allem nicht bei der Bewertung von Unternehmungen, deren Ende nicht voraussehbar ist. Der Gewinn, die Grundlage der Zukunftserfolgsermittlung, ergibt sich in diesen Fällen ja aus der Differenz von Aufwand und Ertrag und nicht aus der der Zahlungsreihen von Einnahmen und Ausgaben.

Im ganzen gesehen kann die Methode von Colbes als ein interessanter Versuch gewertet werden, der aber in der Praxis kaum durchführbar ist. Nicht einmal theoretisch führt er zu einem genauen Ergebnis, da für die Berücksichtigung des Fortschrittsrisikos und der Wirkungen von Rationalisierungsmaßnahmen kein Raum bleibt.

3. Die unter den gegebenen Umständen optimale Methode der Unternehmensbewertung

Betrachtet man die vorgeschlagenen Bewertungsverfahren noch einmal im ganzen, so muß festgestellt werden, daß keines von diesen nach den oben aufgestellten Kriterien voll befriedigen kann.

Unter den gegebenen Umständen, wenn die Bewertung unter dem Gesichtspunkt der Ermittlung eines repräsentativen Unternehmenswertes stehen soll, ist die Methode von Mellerowicz als die optimale anzusehen.

Aus diesem Grunde soll sie uns als Basis dienen, auf der wir aufbauend die Unternehmensbewertung durchführen wollen.

Im Mittelpunkt steht dabei die Berechnung des Ertragswertes, zu der die Ermittlung des Sachwertes tritt, der als Korrektiv verwendet wird. Bei diesen Arbeiten wollen wir uns der zu diesem Thema in den Fachzeitschriften veröffentlichten Beiträge bedienen.

Um der einfacheren Arbeitsweise willen soll im Gegensatz zu Mellerowicz von einer Ertragswertermittlung auf Vergangenheitsbasis ausgegangen werden, die durch Berücksichtigung zukünftiger Aspekte nur ergänzt wird.

Kenntemich (1) hat recht, wenn er darauf hinweist, daß die französische Fidexgesellschaft dieselbe Methode mit der Begründung anwendet, die Erträge der Vergangenheit seien bei richtiger Überprüfung und Bereinigung auch in der Zukunft noch mehrere Jahre zu erzielen. Sie glaubt den Ergebnissen entnehmen zu können, daß sie einwandfrei vorgegangen ist.

III. Die Ermittlung des Wertes einer Unternehmung auf der Grundlage des Ertragswertes

1. Die Substanzwertermittlung

a. Die Ermittlung des Substanzwertes ist der erste Schritt zur Unternehmensbewertung. Um hierbei Bewertungsfehler auszuschalten, müssen die verschiedensten Unterlagen herangezogen werden.

Bilanzen, und zwar in Form der Handels- und der Steuerbilanz, sind die ersten Quellen. Hinzu treten Sachverständigengutachten, die sich

(1) Kenntemich, R.: a. a. O., S. 195

wiederum zum großen Teil auf Betriebsunterlagen wie Grundstückspläne u. a. stützen.

Der Wert dieser Unterlagen für die Unternehmensbewertung ist aber sehr unterschiedlich, da die einen mehr, die anderen weniger subjektive Momente enthalten, die ja niemals ganz auszuschalten sind.

Bei der Substanzwertermittlung spielt es keine Rolle, ob die Handels- oder die Steuerbilanz zugrundegelegt wird, da beide erst einer Bereinigung bedürfen, die für jede zwar verschieden, aber doch unumgänglich ist.

Die Handelsbilanz weist oft Posten z. B. von einer DM aus, während die Steuerbilanz einen höheren Betrag zeigt, der aber z. B. durch Ausnutzung der Abschreibungsmöglichkeiten der Siebenergruppe des deutschen Steuerrechts ebenfalls unter dem Wert liegen kann, der sich durch kalkulierte Abschreibungen ergeben würde.

b. Um wenigstens einige der genannten Unsicherheiten eliminieren zu können, muß die Substanzwertermittlung, die auf den Rechnungsunterlagen des Unternehmens aufbaut, getrennt von der Bewertung durchgeführt werden, die von den Gutachten ausgeht. Der Prüfer hat anschließend die beiden Ergebnisse miteinander in Einklang zu bringen, um unter Berücksichtigung aller Umstände den objektiven Wert herauskristallisieren zu können.

Die Sachwertberechnung, die auch die augenblickliche Kapitalbindung bestimmen soll, hat also zwei verschiedene Errechnungsgrundlagen.

Bei der ersten Rechnung dient die Bilanz vor der Bereinigung nur als Katalog der Bestände, um zu sehen, ob alles erfaßt wurde. Es muß dann von der Aktivseite der Bilanz ausgegangen werden, da von der Passivseite her die Bewertung nur indirekt und auch nur unvollkommen möglich ist.

Aus der Bilanz werden die nicht betriebsnotwendigen Teile ausgeschieden, aus dem Inventar außerdem noch die nicht im Eigentum des Betriebes befindlichen.

Anschließend sind die übrigen Posten nach den Grundsätzen der Abschlußprüfung zu analysieren. Wichtig ist dabei auch, ob direkt oder indirekt abgeschrieben wurde. Im Falle der indirekten Abschreibung hat man die Anschaffungswerte sofort vor Augen, die ja die Ausgangspunkte der Bewertung sind, während man sie bei der direkten Methode erst ermitteln muß, zum Beispiel durch Heranziehung der Kaufunterlagen.

Wenn die Anschaffungswerte auch der Ausgangspunkt sind, so können die wirklichen Werte doch beträchtlich von ihnen abweichen. Dies hängt von den verschiedensten Umständen ab, die der Prüfer zu untersuchen hat.

Am wichtigsten ist die richtige Berücksichtigung der Abnutzung. Hierbei wendet man die entsprechenden LSÖ- oder Kontenrahmenrichtlinien so an, wie Schreier (1) es vorschlägt.

Man legt eine sogenannte Substanzrestwertrechnung zugrunde, die auf den kalkulatorischen Restwerten aufbaut, die sich durch Anwendung kalkulatorischer Abschreibungssätze in Übereinstimmung der technischen Restlebensdauer ergeben. Für selbsthergestellte Güter sind die Selbstkosten maßgeblich, die aus den Kalkulationsunterlagen hervorgehen.

Anschließend müssen diesen Restwerten die Wiederbeschaffungskosten zuzüglich etwaiger Montagekosten gegenübergestellt werden, die weder aus der Bilanz noch aus dem Inventar ersichtlich sind. Dabei sind alle übrigen Umstände wie Marktlage u. a. zu berücksichtigen.

Von den neu gebildeten Werten müssen dann negative Betriebseigenschaften, wie z. B. schlechte Pflege der Anlagen, bewertet und das Resultat vom Sachwert abgezogen werden.

Der Sachverständige wird für seine Tätigkeit ebenfalls verschiedene Unterlagen verlangen, vor allem auch ein Inventar aus dem letzten

(1) Schreier, J.: "Geschäftswert", Hamburg 1928, S. 22

Jahr, wenn möglich sogar aus dem vorangegangenen Monat. Hinzu treten die verschiedenen Pläne. Außerdem spielen Leistungsvorschau-rechnungen eine Rolle. Meissner (1), der sich mit dem Problem besonders beschäftigt hat, schlägt drei Funktionen der Wertfeststellung vor:

1. Restlose Bestandsaufnahme aller materiellen und immateriellen Teile (letztere schließen wir aus, da es sich nicht mehr um Substanz handelt), die registriert, gezählt, gemessen oder gewogen werden.
2. Fachliche Qualifizierung des aufgenommenen Bestandes
3. Auf Grund von 1) und 2) wird Wertung in Geld vorgenommen.

Die fachliche Qualifizierung ist dabei seiner Meinung nach das Entscheidende. Diese muß der Sachverständige mit seinen technischen und wirtschaftlichen Kenntnissen, besonders denen des Marktes, vornehmen. Er muß z. B. die Lage eines Grundstückes berücksichtigen und eine Preistabelle aufstellen oder die Höhe der durch einen Wechsel der Mode hervorgerufenen Entwertungen bei den Vorräten schätzen usw.

Auf diese Art werden die Sachwerte der Unternehmung zur Darstellung gebracht, so daß der aufgezeichnete Geldwert durch Menge und Qualitätsmerkmal immer bestimmt wird. Durch die ins einzelne gehende exakte Mengenaufzeichnung einerseits und die ausführlich begründete Qualifizierung andererseits, wird das höchstmögliche Maß an Objektivität der Bewertung erreicht.

Sehr interessante Ausführungen zur Zeitwertermittlung macht auch Rummel (2), auf die wir aber nur hinweisen können, da sie zu sehr ins Detail gehen.

(1) Meissner, Fr.: a. a. O., S. 26

(2) Rummel, K.: "Die Verfahren zur Ermittlung des Zeitwertes (Substanzwertes) von Industrieanlagen" in: ZfH neue Folge, 1. Jg. 1949, S. 285 ff.

Bezeichnung	Leistungsbeurteilung		Geldwerte zum Stichtag				Registrierung
	Qualitätsmerkmale und Funktionsbeurteilung	Meß- ziffern	Bewertung			Buchwerte	
			Zeitwerte	Liquidationswerte	Konkurswerte		
1. Grundstücke	Lagepläne	6 000 m ²	120 000 20	90 000 15	80 000 13,3	52 000 8,6	
2. Gebäude a. massiv b. Holz	Gebäude- pläne						
3. Fundamente	Detaildarst.	Maschinenaufstellungs- Massenfluß- und Arbeitsanlaufspläne					
4. Maschinelle Anlagen	vergl. Text						

s. S. 54

aus Meissner a.a.O. S. 32/33

c. Der auf diese Weise ermittelte Substanzwert hat als Kontrollinstrument für eine richtige Unternehmensbewertung große Bedeutung. Aus seiner Zusammensetzung läßt sich die Betriebsstruktur erkennen, die einen großen Einfluß auf die Kostenstruktur hat, von der wiederum die Gestaltung des Reinertrages abhängt.

Aus den Sachverständigengutachten läßt sich z.B. entnehmen, ob Raubbau getrieben wurde, so daß ein Teil der ausgewiesenen Gewinne nicht echt wäre. Weiterhin läßt sich an Hand des Substanzwertes die wirkliche Rentabilität ermitteln, denn nun kann man den Gewinn dem betriebsnotwendigen Vermögen gegenüberstellen, das auf diese Weise errechnet wurde und gleichzeitig die effektive Kapitalbindung ausweist.

Die wichtigste Aufgabe des Substanzwertes zeigt sich aber in dem Vergleich zwischen ihm und dem selbständig errechneten Ertragswert. Ergibt sich eine zu große Differenz, die bekanntlich den Firmenwert darstellt, so ist es angebracht, die Ertragswertberechnung noch einmal zu überprüfen, besonders auch hinsichtlich der kritischen Punkte der Bewertung wie Risikozuschläge u. a., die ja nur geschätzt werden können.

Man muß bei der Ermittlung des Unternehmenswertes immer im Auge behalten, daß die Substanz der Hauptträger der Ertragskraft ist und somit in der Regel auch den größeren Teil des Gesamtwertes ausmachen wird.

2. Die Errechnung des Ertragswertes auf der Basis der Vergangenheitszahlen unter Berücksichtigung zukünftiger Umstände

a. Die Bereinigung der Vergangenheitsgewinne

1. Im folgenden Abschnitt sollen die ausgewiesenen Betriebsgewinne so bereinigt werden, daß sich der repräsentative Erfolg ermitteln läßt, der die Grundlage der Ertragswerterrechnung darstellt.

Der für die Ermittlung des Unternehmenswertes verantwortliche Prüfer braucht, um seiner Aufgabe gerecht zu werden, die verschiedensten Unterlagen. Die Bilanzen bieten hinsichtlich des Betriebsgewinnes

keinen Anhaltspunkt; das Gleiche gilt für die nach Aktienrecht veröffentlichte Gewinn- und Verlustrechnung sowie für den allzu stark subjektiv gefärbten Geschäftsbericht.

Der Betriebsgewinn läßt sich einmal direkt aus den betreffenden Konten der Kontenrahmenabschlußklasse gewinnen, zum anderen aus der sogenannten internen Gewinn- und Verlustrechnung. Diese meist in Staffelform geführte Erfolgsrechnung ist besonders geeignet, weil bei ihrer Aufstellung keine Saldierungen der Aufwands- und Ertragsposten stattfinden.

Für die dann durchzuführende Bereinigung des gefundenen Betriebsgewinnes müssen alle Unterlagen herangezogen werden, die irgendetwas über sein Zustandekommen oder seine Zusammensetzung aussagen.

In erster Linie sind das die Kalkulationsunterlagen, der Betriebsabrechnungsbogen, Verträge und Patente. In Form von Stichproben muß das ganze betriebliche Rechnungswesen überprüft werden, um ein möglichst genaues Bild zu erhalten .

2. Einer der schwierigsten Punkte bei der Ermittlung des repräsentativen Betriebsgewinnes ist die Erfassung des Einflusses der Preis- und Geldwertschwankungen auf den Erfolg, wobei unter letzteren nur die Preisänderungen inflationärer und deflationärer Art verstanden werden sollen.

Normalerweise braucht man mit derartig umwälzenden Änderungen bei der Unternehmensbewertung nicht zu rechnen. Falls solche aber doch in den zu betrachtenden Zeitraum fallen, so ist die Bewertung besonders vorsichtig durchzuführen, da sich bei einer starken Geldentwertung echte Gewinne und Scheingewinne kaum trennen lassen. Hierdurch kommt es in solchen Fällen leicht zu Substanzverzehr mit der Folge, daß der zukünftige Gewinndurchschnitt niedriger liegt.

Um zu sehen, ob sich die Betriebsführung in inflationären Zeiten richtig verhalten hat, sind zwei Fragen zu klären:

1. Wurde eine der Geldentwertung entsprechende Rücklage gebildet?
2. Blieben die Gewinne im Unternehmen oder wurden sie sämtlich ausgeschüttet?

Im Falle vollkommener Ausschüttung und nicht erfolgter Rücklagenbildung hat der Prüfer die Aufgabe, je nach Umfang der Scheingewinne einen Abschlag vom errechneten Durchschnittsgewinn vorzunehmen.

Bei den normalen Preisschwankungen hängt es vom Grad ihrer Stärke ab, ob überhaupt Ermittlungen durchgeführt werden sollen oder nicht.

Bei geringen Schwankungen stehen die Kosten der Ermittlung in keinem rechten Verhältnis zu dem Ergebnis, da sehr umfangreiche Untersuchungen nötig sind. Hierzu gehören Kostenanalysen, besonders solche der kalkulatorischen Abschreibungen, außerdem die Prüfung der bezahlten Rechnungen für Anlagen und Rohstoffe sowie die Analyse der Lohnkosten und der Gewinnverwendung, s. hierzu den Anhang.

Diesem erheblichen Aufwand stehen die Scheingewinne gegenüber, die je nach Umfang der Preisschwankungen gering oder beträchtlich sein können. Nur bei sehr starken Schwankungen wird es sich lohnen, die Untersuchungen durchzuführen. Hinzu kommt, daß Scheingewinne nicht immer Substanzverzehr zur Folge haben müssen.

Das ist erstens durch die Verwendung der Amortisationssummen bedingt, die zumindest Zinsen erbringen, meistens aber sofort wieder zur Beschaffung von Anlagen eingesetzt werden, wodurch auch noch der sogenannte Ruchti-Effekt zu wirken beginnt. Zweitens werden die Kosten, z. B. die kalkulierten Abschreibungen, immer besonders vorsichtig bewertet, so daß eine Scheingewinnbildung sehr eingeschränkt wird. Ergänzend tritt der dritte Punkt hinzu. Hier ist festzustellen, daß in heutiger Zeit der größte Teil des Gewinnes im Unternehmen bleibt. Hierdurch wird die Substanzerhaltung gewährleistet, obwohl ein Teil der Gewinne nur Scheingewinn ist.

Liegen nun aber Schwankungen in Form größerer Preissteigerungen vor, bei denen anzunehmen ist, daß die sich daraus ergebenden Scheingewinne nicht durch die oben erwähnten Dinge kompensiert werden, so wird die geschilderte spezielle Untersuchung nötig.

Um entscheiden zu können, ob eine solche durchgeführt werden soll, müssen die Preisentwicklungen der letzten Jahre für die Kostengüter des Betriebes sowie für dessen Fertigwaren beobachtet werden. Es läßt sich auch feststellen, ob und wie im Laufe der Jahre die Gesamtkosten gestiegen sind. Diese Kostenveränderungen müssen dann mit der Umsatzentwicklung in ein Verhältnis gebracht werden.

3. Die folgenden Kosten- und Kostenstrukturanalysen nehmen den breitesten Raum innerhalb der Gewinnbereinigung ein, da von der Höhe der Kosten (Aufwendungen zur Erstellung betrieblicher Leistungen) der Gewinn maßgeblich beeinflußt wird. Nun sind die Auswirkungen auf den Betriebsgewinn nicht immer direkt durch Analyse der einzelnen Kostenarten- oder -stellen und deren Unterlagen zu erfassen, sondern oft nur durch eine Art Gesamtschau über die Kosten.

α. Dies trifft vor allem auf gewisse neutrale Aufwendungen zu, die sich noch in den Kosten verstecken und umgekehrt.

Aus diesem Grunde muß für letzteren Fall zuerst die Kontenklasse der neutralen Erfolge geprüft werden. Es könnte der Fall vorliegen, daß bewußt auf einen zu niedrigen oder zu hohen Betriebsgewinn hingearbeitet wurde.

Ergebnisse von Steuerprüfungen bieten keinen Anhaltspunkt, da die Steuerbehörde kein Interesse an der richtigen Trennung von Betriebsgewinn und neutralen Erfolgen hat. Bei den normalen Abschlußprüfungen ist diese Trennung schon eher möglich, aber auch hier gibt es im Hinblick auf Grenzfälle ebenfalls keine absolute Sicherheit.

Der Betriebsgewinn ist dann kleiner als richtig, wenn in der Kontenklasse der neutralen Erfolge Aufwendungen erscheinen, die in Wirk-

lichkeit Kosten sind und in der Klasse der Kosten verbucht sein müßten. Der umgekehrte Fall wird uns dann noch bei der Analyse der Kostenarten näher beschäftigen.

Einer der erwähnten Grenzfälle liegt im Bereich der Verbuchung von Reparaturkosten.

Führt man Großreparaturen teilweise mit eigenem Personal und Material durch, so kann es vorkommen, daß die hierbei anfallenden Aufwendungen nur insofern als neutrale erfaßt werden, als sie Fremdleistungen betreffen. Dies hätte zur Folge, daß der ausgewiesene Betriebsgewinn niedriger erscheinen würde als er in Wirklichkeit ist, denn die durch die Reparaturarbeiten verursachten Personal- und Materialkosten sind ebenfalls aktivierungspflichtig und dürfen nicht als laufende Kosten gebucht werden. Der Prüfer hat deshalb einmal den Wert einer solchen Großreparatur zu schätzen und davon die zu aktivierende Summe abzuziehen. Damit erhält er, wenigstens im großen, den Betrag, um den der Betriebsgewinn erhöht werden muß.

Für die von der Großreparatur verursachten Gemeinkosten ist es die einzige Möglichkeit der Erfassung, während sich für die Einzelkosten Ermittlungsmöglichkeiten innerhalb des Rechnungswesens, vor allem in der Lohnbuchhaltung und der Materialverwaltung, ergeben.

Ein anderer Fall, der auch nicht allein aus der Analyse der Kostenkonten zu lösen ist, liegt vor, wenn der oder die Unternehmer Betriebsleistungen für persönliche Zwecke in Anspruch nehmen, ohne sie über ihr Privatkonto abzurechnen. Dies geschieht häufig in kleineren Betrieben. Hier sind Ermittlungen aber sehr schwierig, da Anhaltspunkte fehlen.

Man kann höchstens die Materialverwendung prüfen und so gewisse Rückschlüsse ziehen, aber Arbeitsleistungen für den Unternehmer sind kaum zu ermitteln. Allenfalls ist an der Höhe der Gesamtlohnsomme zu sehen, ob sie einen unbekannten Posten enthält. Das läßt sich aber nur dann feststellen, wenn er beträchtlichen Umfang hat

und die Arbeitsleistungen nicht regelmäßig jedes Jahr in Anspruch genommen werden.

ß Bei der Untersuchung der stillen Reserven muß man wieder Substanzwert- und Erfolgsdenken verbinden, um deren Einflußstärke auf den Betriebsgewinn richtig zu erkennen. Die Unterlagen der Bilanz bieten für diese Untersuchung die besten Anhaltspunkte. Ohne große Bedeutung für den Betriebsgewinn sind die stillen Reserven, die durch Unterbewertung von Aktiven entstehen. Es handelt sich hierbei meistens um überhöhte Abschreibungen, die als sogenannte Bilanzabschreibungen in der neutralen Kontenklasse festgehalten werden. Die Offenlegung dieser Reserven geschieht bei Verkauf oder Neubewertung, wodurch dann außerordentliche Erträge entstehen. Daher haben die stillen Reserven in den Aktiven auch keinen Einfluß auf den Betriebsgewinn.

Sind jedoch Reserven durch Überbewertung von Passiven entstanden, so treten sie hauptsächlich in zwei Posten auf, und zwar in den Wertberichtigungen und in den Rückstellungen. Für unsere Untersuchungen sind aber nur letztere von Bedeutung, da die stillen Reserven in den Wertberichtigungen die gleichen Folgen haben wie die in den Aktiven.

Die Rückstellungen sind unmittelbar mit der Gewinnrechnung verbunden, und zwar vor allem mit dem Betriebsgewinn. Sie stellen bekanntlich Verbindlichkeiten dar, die ihrem Grunde, aber nicht ihrer Höhe nach bekannt sind. Man kann sie deshalb nur schätzen, wofür Erfahrungswerte meistens vorliegen werden. Aus diesem Grunde pflegen die tatsächlichen Werte von den angenommenen abzuweichen.

Als erstes ist bei den Rückstellungen ihr Gesamtwert in Beziehung zum Kapital zu setzen, sodann muß man sie mit den Rückstellungen früherer Jahre vergleichen. Hier entscheidet der Grad der Abweichung, ob man die an sich sehr umfangreichen Untersuchungen genau oder im Interesse geringerer Ermittlungskosten nur stichprobenweise durchführen soll.

Da nun im Zeitpunkt des Bekanntwerdens der wirklichen Höhe die Periodenrechnungen schon abgeschlossen sind, können die auf Kostenkonten gebuchten Aufwendungen nicht mehr berichtigt werden. Das hat zur Folge, daß man die Richtigstellungen in der gerade laufenden Periode als außerordentliche Aufwendungen bzw. als außerordentliche Erträge verbucht. In jedem Fall bleiben aber die betreffenden Betriebsgewinne der Vergangenheit zu hoch oder zu niedrig.

Berichtigungen von Rückstellungen für Betriebssteuern oder Garantieverpflichtungen können zwar auch mit viel Arbeit verbunden sein, sind aber doch einigermaßen sicher durchzuführen, da Steuerrichtsätze und Steuerbescheide sowie Reklamationsunterlagen gute Anhaltspunkte geben.

Außerdem können die Buchungsbelege nachgeprüft werden, um die entsprechenden Umbuchungen auf die außerordentlichen Aufwendungen bzw. Erträge zu finden, die dann vom betreffenden Betriebsgewinn abgesetzt bzw. ihm zugeschlagen werden müssen.

Zwei andere Rückstellungsarten sind aber schwieriger zu prüfen. Einmal sind es die Prozeßrückstellungen, weil diese als allgemeine Verwaltungskosten verbucht wurden, die ein Kostengemisch darstellen und so die Nachprüfung sehr erschweren; zum anderen sind es die Rückstellungen für Betriebsrisiken, bei denen die Höhe des Eintritts der Gefahr nur in den seltensten Fällen nachgeprüft werden kann.

§ Nachdem einige spezielle Untersuchungen vorweggenommen wurden, wollen wir uns jetzt der Analyse der einzelnen Kostenarten zuwenden. Hierbei sind zwei Fragen zu beantworten: einmal ob die Kosten richtig erfaßt und verbucht worden sind, zum anderen, ob normale oder anomale Kostenhöhe vorliegt.

Wie bei allen Kontrollen der Kostenarten sind auch für die Prüfung der Rohstoff- bzw. Hilfsstoffkosten außer den Konten noch andere Unterlagen zu verwenden. Man muß hier die Stoffverbräuche der verschiedenen Jahre im Verhältnis zur Erzeugung vergleichen.

Auf diese Weise lassen sich Kostenenerhöhungen erkennen, die durch unrationelles Arbeiten oder durch gestiegene Bezugspreise verursacht wurden. Außerdem sind Verlust- und Schwundangaben zu überprüfen.

Höhere Beschaffungspreise können verhältnismäßig leicht an Hand der Preislisten der Rohstoffe herausgelöst werden, während für das Erkennen von Unrationalitäten die Sachverständigengutachten über die Anlagegüter und die Beobachtung der Arbeitsverrichtung herangezogen werden müssen.

Auf diese Weise gelingt es, den Betriebsgewinn zu berichtigen, wenn auch der Anteil der Hilfsstoffe am einzelnen Erzeugnis - da diese ja meist als Gemeinkosten behandelt werden - nicht immer mit Sicherheit bestimmbar ist.

Innerhalb der Steuern, der Versicherungsprämien und ähnlichen Kosten lassen sich Manipulationen mit dem Ziel eines zu niedrigen oder zu hohen Gewinnes schwerer durchführen, wenn es nicht auf dem oben behandelten Wege der Rückstellung geschieht. Deshalb brauchen wir auf diese Kostenart nicht näher einzugehen.

Die nächsten zu prüfenden Kostenarten sind die Personal- und Sozialkosten. Zu letzteren ist generell festzustellen, daß man nicht leicht entscheiden kann, ob eine angemessene Höhe vorliegt oder nicht. Außerdem wiegen wohl die Nachteile, die bei einer Kürzung des Sozialaufwandes infolge von Unzufriedenheit usw. auftreten, meistens schwerer als der Vorteil der Einsparungen.

Für den Prüfer ist es auch schwierig, festzustellen, ob nur notwendiges Personal beschäftigt wird oder mehr, denn was unter notwendig verstanden werden soll, bleibt immer eine Streitfrage, da jeder Einzelfall besonders gelagert ist.

Man kann den Personalbestand höchstens mit dem anderer, ähnlicher Betriebe vergleichen. Das birgt aber die Unsicherheit in sich, die

jeder Betriebsvergleich im Gefolge hat. Aus den Konten und den sonstigen Unterlagen läßt sich aber erkennen, ob die Tendenz verfolgt wurde, durch zu hohe Spesen und Geschäftsführergehälter die Gewinne zu niedrig zu halten. Allerdings wird sich z. B. die Spesennachrechnung sehr umständlich gestalten. Die Nachprüfung der erwähnten Gehälter dagegen ist leichter, denn die in der Wirtschaft gezahlten Vergütungen sind im allgemeinen bekannt, wenn auch bestimmte Besonderheiten immer mit berücksichtigt werden müssen. Auch die Zahl der normalerweise erforderlichen leitenden Angestellten läßt sich verhältnismäßig einfach beurteilen.

Schwieriger wird schon die richtige Bewertung der Mitarbeit von Familienmitgliedern (1), die meist ein ihrer leitenden Stellung nicht entsprechendes, zu geringes Gehalt empfangen, so daß der ausgewiesene Gewinn zu hoch liegt. Viel (2) weist in diesem Zusammenhang darauf hin, daß in solchen Fällen die Entschädigung angemessen sei, die man qualifizierten Drittpersonen für Geschäftsführung oder ähnliche Tätigkeiten zahlen müsse.

Eine weitere wichtige Kostenart sind die Instandhaltungen. Bedeutungsvoll für die Höhe des Betriebsgewinnes ist hierbei die Unterscheidung zwischen diesen und den werterhöhenden Instandsetzungen. Auch hier bietet die Schätzung der Substanz durch die Sachverständigen eine gute Unterstützung. Außerdem kann man den Gewinn der Steuerbilanz als Grundlage nehmen, denn der Fiskus wird streng darauf achten, daß wirklich werterhöhende Instandsetzungen auch aktiviert werden.

Den Gutachten ist ebenfalls zu entnehmen, ob sich die Anlagen etwa in schlechtem Zustand befinden, wofür der Grund meistens in unzureichender Instandhaltung gesucht werden müßte. Hierdurch würden in-

(1) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes",
a. a. O. S. 13

(2) Viel, J.: a. a. O., S. 367

folge zu niedriger Kosten überhöhte Raubbaugewinne entstanden sein.

Gefährlicher ist wegen der schlechteren Nachprüfbarkeit allerdings falsche Sparsamkeit bei den Konstruktions- und Entwicklungsarbeiten, die doch wesentlich die Wettbewerbsfähigkeit in der Zukunft gewährleisten. Hier muß man bei der Prüfung auf einen Mindestansatz dieser Kosten achten, dessen Höhe aber nicht generell bestimmbar ist.

Die letzte, für den Betriebsgewinn besonders wichtige Kostenart stellen die kalkulatorischen Kosten dar, bei deren Ansatz sich gewisse Willkürlichkeiten nicht immer vermeiden lassen.

Schwierig und umständlich ist vor allem die Nachprüfung der betrieblichen Wagnisse. Man kann auch hier nur auf Erfahrungszahlen zurückgreifen, in erster Linie auf die ähnlicher Betriebe. Dabei taucht die Schwierigkeit der Beschaffung der Unterlagen auf. Es sei noch auf Bussmann (1) hingewiesen, der zur Lösung der Frage der Nachprüfung betrieblicher Wagnisse beachtenswerte Vorschläge bringt.

Der kalkulierte Unternehmerlohn bietet ein weiteres Problem, denn bei dieser Kostenart lassen sich verhältnismäßig leicht Manipulationen vornehmen, welche die Gewinnhöhe willkürlich verändern. Beim kalkulierten Unternehmerlohn darf der Prüfer nur Entschädigungen im Werte der wirklichen Mitarbeit im Unternehmen anerkennen, wobei er darauf zu achten hat, daß diese nicht schon unter den Gehältern berücksichtigt wurden.

Den wichtigsten Posten innerhalb der kalkulatorischen Kosten bilden die kalkulierten Abschreibungen, vor allem, wenn es sich um anlageintensive Betriebe handelt. Auch hier können sich Manipulationen im Hinblick auf die Höhe des Betriebsgewinnes verstecken, wenn z. B. die Lebensdauer von Anlagen zu hoch eingeschätzt wird und sich damit zu geringe Abschreibungsquoten ergeben.

(1) Bussmann: "Das betriebswirtschaftliche Risiko", Meisenheim am Glan, 1955, S. 34 ff.

Andererseits kann eine erhöhte Gewinnbelastung vorliegen, wenn die Quoten zu hoch angesetzt wurden und noch dazu über die geschätzte Lebensdauer hinaus abgeschrieben wird, solange der betreffende Gegenstand noch verwendungsfähig ist.

Die Nachprüfung dieser Dinge gestaltet sich aber schwierig, wenn in der Zwischenzeit immer wieder Anlagen angeschafft und abgestoßen werden. Auch in diesem Fall wird die Hinzuziehung der Gutachten ratsam sein.

Die falsche Schätzung der Lebensdauer braucht übrigens nicht beabsichtigt zu sein. Schmalenbach (1) weist auf den immer wieder gemachten Fehler hin, daß man aus der Verwendungsfähigkeit einiger alter Maschinen, die ja nur die wenigen Überlebenden seien, nicht Rückschlüsse auf die Lebensdauer sämtlicher Maschinen ziehen darf. Auch Gudehus (2) rügt einen oft begangenen Fehler, nämlich neue Anlagen, die eine noch nicht voll abgeschriebene alte Anlage ersetzen, mit den restlichen Abschreibungskosten der alten Anlage zu belasten.

Nun tritt zu der normalen Entwertung, deren Schätzung zwar schwierig, aber an Hand von Erfahrungszahlen möglich ist, die anomale, z. B. durch Unfall oder technische Überholung. Diese Gefahren dürfen aber nicht bei den kalkulierten Abschreibungen berücksichtigt werden. Die Einhaltung dieser Forderung ist zu überprüfen, denn die Gefahr doppelter oder dreifacher Ansetzung ist zu groß. Betriebliche Unfälle sind meistens versichert, also durch die zu zahlenden Prämien gedeckt. Die technische Überholung findet in einigen Fällen schon in den kalkulierten Wagnissen ihren Niederschlag und wird uns außerdem noch bei der Behandlung des Fortschrittsrisikos beschäftigen.

(1) Schmalenbach, E.: "Die dynamische Bilanz", 9. Aufl., S. 70

(2) Gudehus, H.: "Grundprobleme und Irrtümer bei der Anlagenbewertung", in: ZfB. 26. Jg. 1956, S. 454

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß der Prüfer gerade den kalkulierten Abschreibungen besondere Aufmerksamkeit schenken muß, da diesen hinsichtlich ihres Einflusses auf den Betriebsgewinn große Bedeutung zuzumessen ist.

Im übrigen müssen auch noch Ursache und Höhe der Sondereinzelkosten genau geprüft werden, wobei besonders auf die des Vertriebs geachtet werden muß. Die Vertriebsgemeinkosten sind dagegen zusammen mit dem Betriebsabrechnungsbogen zu untersuchen.

§ Die Kostenstellenanalyse stellt ein Zwischenglied zwischen der Kostenartenuntersuchung und der Betrachtung der Ertragsträger dar und ist mit beiden eng verbunden. Die Analyse kann in ihrer Art nicht als eine primäre angesprochen werden, da sie nur die Kostenartenuntersuchung auf der Basis des Betriebsabrechnungsbogens weiterführt.

Eine Ausnahme liegt dann vor, wenn die Einzelkosten mit Hilfe von Lohnzetteln und Materialentnahmescheinen direkt den einzelnen Kostenstellen zugerechnet werden. Das würde aber eine zusätzliche Arbeit für den Prüfer bedeuten, da diese Zurechnung in der Betriebsabrechnung gewöhnlich nicht üblich ist. Sie erscheint aber ratsam, wenn der Gewinn vom Normalen abweicht, um die Kontrolle zu vervollständigen.

Die Kostenstellenanalyse soll außerdem klären, was auf Grund der Konten allein nicht erkannt werden kann, und ist schon von Wert, selbst wenn nur die Höhe der Gemeinkosten auf diese Weise nochmals überprüft wird. Sie hat auch den Vorteil, daß durch sie die Kostenschwerpunkte im Betrieb festgestellt werden, die dann besonders genau untersucht werden müssen.

Der Prüfer hat nun die Aufgabe, den Kostentrend jeder Kostenstelle in Beziehung zu ihrer Leistung zu setzen, wobei sich die Ermittlung für die noch umzulegenden Hilfsstellen schwieriger gestaltet. Mit Hilfe dieser Methode kann ersehen werden, ob der Betriebsgewinn der letzten Jahre normal ist, d. h. ob gewisse Kostenstellen nicht mit zu

hohen Kosten gearbeitet haben und diese vielleicht herabsetzbar sind. Dies kann man ja bei Betrachtung der Konten allein nicht entscheiden, denn der Ort der Kostenentstehung läßt noch nicht die Struktur und die Angemessenheit der Höhe erkennen.

Allerdings darf für die Feststellung, ob in der Vergangenheit die richtigen Gewinne ermittelt worden sind, nicht die Kostenstellenuntersuchung herangezogen werden, sondern nur die Kostenartenanalyse, da nur erstere feststellen kann, ob ein normaler Betriebsgewinn erzielt worden ist oder nicht.

4. Die Untersuchung der Erzeugnisse als Kostenträger und die der Ergebnisrechnung sollen ebenfalls wie die Kostenstellenanalyse in der Hauptsache den normalen Gewinn feststellen.

Ob ein richtiger Gewinn ausgewiesen wurde, kann diese Untersuchung allein nicht zeigen, denn für die Gesamthöhe ist es gleichgültig, ob die Kosten bzw. die Umsätze sich so oder so auf die verschiedenen Kostenträger verteilen. Bringt man aber die Ergebnisrechnung, besonders auch unter Berücksichtigung der Reklamationen, die ja Erlösschmälerungen darstellen, in Verbindung zur Kostenartenanalyse, so kann die Richtigkeit des Betriebsgewinnes noch einmal überprüft werden.

Die Untersuchung der Kostenträger und in Verbindung damit die der einzelnen Umsätze ist für die Ermittlung eines normalen Gewinnes von großer Wichtigkeit.

Hier zeigt sich, welche Kosten ein Produkt verursacht und welche Umsätze mit ihm erzielt werden. Diese Untersuchungen stehen in engem Zusammenhang mit der Kostenstellenanalyse und sind mit dieser durch den Betriebsabrechnungsbogen verbunden.

Man muß hier unter Berücksichtigung des Anteiles des entsprechenden Produktes an der Gesamtproduktion ein Verhältnis zum Gesamtumsatz errechnen. Sehr oft wird sich dabei herausstellen, daß es nur wenige Erzeugnisse sind, die den größten Teil der Umsätze bringen. Deshalb

hat man zu prüfen, ob die mit hohen Kosten belasteten, aber wenig abgesetzten Produkte eingestellt werden können, ohne den Umsatz der anderen zu schädigen, was oft wegen der Nachfrage nach einem vollständigen Sortiment zu befürchten ist. Außerdem ist es denkbar, daß trotz Beschränkung auf wenige Erzeugnisse eine fühlbare Kostensenkung nicht zu erreichen wäre.

Kann aber eine Produktionseinstellung für bestimmte Typen befürwortet werden, so sind Kosten und Umsatzgewinne der entsprechenden Produkte zu saldieren, und der Saldo, der den gesamten Betriebsgewinn erhöht, ist diesem zuzuzählen. Auf diese Weise erhält man dann einen normalen Betriebsgewinn.

b. Die Errechnung des anzuwendenden Durchschnittsgewinnes

1 α Bevor wir den der Bewertung zugrundezulegenden Vergleichsgewinn mit Hilfe der Durchschnittsbildung errechnen, muß noch die Frage geklärt werden, welche Anzahl von Vergleichsjahren hierfür zu verwenden sind.

Im Rahmen der Diskussion der verschiedenen Bewertungsmethoden tauchte dieses Problem schon auf. Es gilt, einen Kompromiß zu finden. Bei Verwendung von zu wenigen Jahren ist nur in den seltensten Fällen und nur bei völlig ruhigen Zeiten ein Gewinndurchschnitt zu finden, der auch unter Berücksichtigung zukünftiger Umstände als repräsentativ gelten kann. Bei einer größeren Zahl von Vergleichsjahren aber wird der Ermittlungsaufwand untragbar groß. Im vorigen Kapitel haben wir ja gesehen, welcher Arbeiten es bedarf, um den Betriebsgewinn im Hinblick auf einen richtigen und normalen zu bereinigen.

Das gilt vor allem für größere Unternehmen mit umfangreichem Rechnungswesen, für Fälle also, wie sie gerade im Zusammenhang mit Konzernbildungen und -erweiterungen vorliegen.

Aus diesem Grunde wird es kaum ratsam sein, mehr als drei Jahresergebnisse bis ins einzelne zu prüfen, wobei man am besten auf die der letzten Jahre zurückgreift.

Wenn aber nur drei Ergebnisse genau geprüft werden, muß auf zwei andere Dinge ein um so größeres Gewicht gelegt werden; einmal auf eine größtmögliche Berücksichtigung zukünftiger Umstände, zum anderen auf eine gute Beobachtung spezieller betrieblicher Gegebenheiten. Z.B. kann ein erfahrener Prüfer aus den Eigenheiten der Betriebsführung schon oft erkennen, ob eine umfangreichere Untersuchung nötig ist oder nicht.

Übrigens weist auch Jonas (1) darauf hin, daß die Frage nach dem zugrundezulegenden Zeitraum von Fall zu Fall verschieden beantwortet werden muß und es auch von den zur Verfügung gestellten Unterlagen abhängt, wieviele Jahresergebnisse man untersuchen sollte.

Um der Forderung nach der Ermittlung des richtigen Trends und damit der Nachhaltigkeit einigermaßen gerecht zu werden, kann man außer der genauen Untersuchung von zwei oder drei Ergebnissen zusätzlich drei oder vier stichprobenweise prüfen. Diese brauchen zeitlich nicht lückenlos aufeinander zu folgen, sollen aber, wenn möglich, in dem Zeitraum der letzten drei bis acht Jahre liegen, da sonst das Bild durch Strukturveränderungen zu stark verfälscht werden kann. Eine solche teilweise Prüfung muß sich aber auf die Untersuchung der einflußreichsten Größen beschränken, z.B. auf die Analyse der Instandsetzungskosten oder auch der kalkulierten Kosten.

1 β Nachdem die betrieblichen Gewinne nach den oben festgelegten Maßstäben bereinigt sind und die Zahl der zu untersuchenden Vergleichsjahre festliegt, kann die Durchschnittsbildung vorgenommen werden.

Vorher ist noch die Frage zu lösen, ob ein allgemeiner Durchschnitt genommen werden soll, wie er sich bei Verwendung aller untersuchten Ergebnisse ergibt, oder ein qualifizierter, der nach Ausschaltung

(1) Jonas, H.: "Die Bestimmung des zukünftigen Reinertrages bei der Ermittlung des Geschäftswertes einer Unternehmung", in: ZfB. 24. Jg. 1954, S. 168 ff.

anomalier Gewinne zustandekommt. Als anomal soll hier ein Gewinn bezeichnet werden, der um einen hohen Prozentsatz von den übrigen abweicht, die wohl im einzelnen niemals so stark differieren und sich meist auch ungefähr in einem bestimmten Steigungsgrad nach oben oder unten entwickeln.

Nun wird der Ausweis eines solchen anomalen Betriebsgewinnes selten sein, da die starken Gewinnschwankungen meistens durch die neutralen Erfolge verursacht werden. Tritt er aber trotzdem auf, dann nur auf Grund einmalig günstiger oder ungünstiger Kosten- und Absatzverhältnisse, so daß ihm die Nachhaltigkeit abgesprochen werden und er bei der Durchschnittsbildung ausgeschlossen bleiben muß.

Die Ermittlung des Vergleichsgewinndurchschnittes geschieht dann am besten mit Hilfe einer Übersicht, wie sie Mellerowicz mit seinem Vergleichsgewinnbogen vorschlägt (s. Anhang).

Der nun vorliegende Vergleichsgewinn ist vergangenheitsorientiert, und zukünftige Umstände sind noch unberücksichtigt geblieben. Jonas kennzeichnet ihn so (1): "Der Vergleichsgewinn stellt den auf Grund der Ergebnisse der Vergangenheit ermittelten objektiven, nachhaltigen erzielten Reinertrag dar unter der Voraussetzung, daß die Entwicklung des Unternehmens wie bisher weitergeht."

Die Durchschnittsbildung könnte auch noch in der Weise qualifiziert werden, daß dem letzten Gewinn, falls er nicht aus anderen Gründen anomal ist, größere Bedeutung zugemessen wird als den früheren, da bei seiner Entstehung vielleicht schon im Ansatz Umstände mitgewirkt haben, die erst in Zukunft voll zum Tragen kommen werden. Diese qualifizierte Durchschnittsbildung könnte so aussehen, daß die früheren Gewinne je einmal und der letzte Gewinn zweimal für sie verwandt wird.

(1) Jonas, H.: a.a.O., S. 169

2 α Wenn auch auf dem oben geschilderten Wege der Trend hinsichtlich Kosten und Gewinn bei der Vergleichsgewinnermittlung wenigstens im großen und ganzen berücksichtigt wird, so können doch Umstände eintreten, die sich bisher noch nicht auf die Gewinnhöhe ausgewirkt haben, die aber oft schon zu erkennen sind.

Diese müssen nun in ihren Wirkungen abgeschätzt und durch Zu- bzw. Abschläge vom ermittelten normalen Vergleichsgewinn berücksichtigt werden. Will man allerdings diese Vorausschau auf mehrere Jahre ausdehnen, so treten Schwierigkeiten auf, da die externen Umstände selten oder nie im voraus zu erfassen sind.

In diesem Zusammenhang muß man darauf hinweisen, daß hierfür keine generellen Regeln gegeben werden können, da der Prüfer auf seine Erfahrung angewiesen ist und in jedem Fall anders entschieden werden muß. Wegen dieser Unsicherheit ist dieser Punkt einer der kritischsten in der gesamten Ertragswertberechnung.

Vor allem hat der Prüfer die Entwicklung in der Gesamtwirtschaft und in der Branche zu beachten, der das zu bewertende Unternehmen angehört.

Es zeichnet sich vielleicht schon ein technischer Fortschritt ab, der alles bisherige als überholt erscheinen läßt, oder es machen sich die ersten Anzeichen eines Wandels in der Nachfragestruktur bemerkbar, der von der sonst guten allgemeinen Konjunktur bis zu diesem Zeitpunkt noch verdeckt wurde.

Hier kann sich der Prüfer spezieller Marktanalysen für Absatz- und Beschaffungsmärkte bedienen, die ihm wenigstens zum Teil Antwort auf diese Frage geben. Außerdem muß er die Lohnentwicklung ins Auge fassen, die vor allem für arbeitsintensive Betriebe von größtem Interesse ist.

Die richtige Beantwortung all dieser Fragen wird auch noch für die Betrachtung des Risikos wichtig; hierbei ist aber entscheidend, daß wir

diese Umstände nicht doppelt berücksichtigen. Meissner (1) und Horn (2) wollen das Problem mit Hilfe einer Leistungsvorprojektierung bzw. einer Ertragsvorschaurechnung auf Grund einer Deckungsspannenrechnung lösen.

Diese Vorprojektierungen entbehren aber aus den oben genannten Gründen eben der Genauigkeit, die die Form einer strengen Rechnung vortäuschen. Allerdings können zukünftige betriebliche Umstände auf diese Weise zusammengefaßt werden, jedoch genügt das nicht, da die externen Umstände sich auch auswirken und ja nicht exakt erfaßbar sind.

Die typischen betriebsinternen Einflüsse der Zukunft auf den Ertrag lassen sich meistens auf den Nenner von Rationalisierung und Investition bringen, werden also später behandelt.

Änderungen in der Personal- und Finanzstruktur haben einen etwas anderen Charakter, da nur erstere noch indirekt durch Rationalisierung veranlaßt worden sein können. Der Einfluß einer günstigeren oder ungünstigeren Finanzstruktur kann aber deshalb nicht mehr für die Ermittlung eines normalen Gewinnes herangezogen werden, weil die Änderung erst vom Erwerber durchgeführt wird und ihm aus diesem Grunde die sich ergebenden Vor- bzw. Nachteile angerechnet werden müssen.

Dies steht auch nicht im Widerspruch zu der früher gemachten Aussage, daß der normale und nicht der tatsächliche Gewinn zugrundegelegt werden soll, denn der Erwerber wird in den meisten Fällen die Finanzstruktur so sehr nach seinem Ermessen gestalten, daß das normale Maß überschritten wird.

2 β Interne, also betriebliche zukünftige Umstände, lassen sich, mit Ausnahme derjenigen, die schon bei der Kostenanalyse erfaßt wurden, in den Rationalisierungs- und Investitionseffekten zusammenfassen.

(1) Meissner, Fr.: a.a.O., S. 50

(2) Horn, H.: "Wirtschaftsprüfung und Revisionstechnik" in: "Die Handelshochschule - die Wirtschaftshochschule", Wiesbaden 1952, S. 75

Rationalisierung sei in diesem Rahmen kurz gekennzeichnet als technische und organisatorische Verbesserung der Betriebsstruktur mit dem Ziel, entweder bei niedrigeren Kosten die gleiche Leistung hervorzu- bringen, oder aber eine größere Leistungsmenge bei gleichbleibender Kostensumme, wenn nicht sogar eine Kostensenkung bei höherer Lei- stung zu erreichen.

Im Hinblick auf die Rationalisierung kann sich der Prüfer drei Situatio- nen gegenübersehen:

1. Die Rationalisierung wurde kurz vor der Veräußerung abgeschlossen.
2. Man steht in einer Rationalisierungsperiode, die erst nach der Ver- äüßerung beendet werden kann.
3. Es besteht die Notwendigkeit zur Rationalisierung, sie wurde aber noch nicht begonnen.

Im letzten Falle wird es nötig sein, um den wirklichen Ertragswert be- rechnen zu können, ihre Kostenvorteile und Kostennachteile einzukalku- lieren. Nun kann die Rationalisierung mit einer Investition verbunden sein - dies wird uns noch in Verbindung mit den Investitionen beschäfti- gen - oder aber ohne solche Aufwendungen durch rein organisatorische Verbesserungen erreicht werden. Diesem Fall wollen wir uns jetzt zu- wenden.

Bei ihm ist es nur für eine sehr lange Rationalisierungsperiode wichtig, eine schon beendete von einer bei der Veräußerung noch laufenden be- wertungsmäßig zu unterscheiden, da in der Länge der vorausliegenden Zeit die Summe der zukünftigen Erträge in beiden Fällen nur unwesenti- lich abweichen wird. Der Prüfer hat es deshalb leichter, weil bei schon beendeter oder noch laufender Rationalisierung Unterlagen über deren voraussichtliche Wirkung bestehen werden, denn keine Betriebsleitung wird eine Rationalisierung durchführen, ohne sich über die wahrschein- lichen Effekte im klaren zu sein. Die Unterlagen reichen aber nur dann aus, wenn sie Aufschluß geben über die zu erwartenden Kostenverhält- nisse, die Betriebs- und Finanzstruktur und über die zu erwartenden Änderungen in der Ertragslage.

Hinsichtlich letztgenannter müssen zwei Seiten beachtet werden, nämlich die Aufnahmefähigkeit des Marktes - vor allem im Falle von Produktionserhöhungen als Rationalisierungseffekt - und die Konkurrenz. Funktioniert diese, so muß ein Aufschlag auf den Vergleichsgewinn als Folge positiver Rationalisierungswirkungen abgelehnt werden, und zwar nicht, weil die Konkurrenz schon rationalisiert hat, dies hätte sich wahrscheinlich schon auf den bisherigen Ertrag ausgewirkt, sondern weil sie mitziehen wird. Aus diesem Grunde müssen die Preise herabgesetzt werden, wodurch sich trotz niedrigerer Kosten der Ertrag nicht steigern läßt.

Ist aber ein derartiger Zwang wegen einer bestimmten Wettbewerbssituation heraus nicht zu erwarten, dann ist allerdings ein entsprechender Aufschlag vorzunehmen.

In beiden Fällen muß zum Ausgleich des Rationalisierungsaufwandes ein Abschlag vom Vergleichsgewinn vorgenommen werden. Dieser Abschlag darf aber nur klein sein, da lediglich Personalkosten und Aufwendungen für gewisse Produktionsausfälle durch die Umorganisation auftreten, die anteilig auf viele zukünftige Gewinne umgelegt nur einen geringen Betrag ergeben.

Zur Lösung all dieser Aufgaben müssen die Ergebnisse der betrieblichen Planung herangezogen werden. Da sich nun Ungenauigkeiten, die bei Errechnung des Aufschlages auftreten, nicht so stark auf den Gesamtertragswert auswirken, kann man für die Bestimmung des Aufschlages die für die Ermittlung des Ertragswertes abgelehnten Verfahren der Leistungs-, Geldmittel- und Ertragsvorprojektierungen verwenden.

Für die positive Wirkung einer Rationalisierung, die erst nach der Veräußerung durchgeführt werden soll, ist ein Aufschlag auf den Vergleichsgewinn in Höhe der zu erwartenden Ertragssteigerung vorzunehmen.

In diesem Fall steht der Prüfer vor beträchtlichen Schwierigkeiten, da alle Unterlagen erst ausgearbeitet werden müssen. Hier hängt es von

den Beträgen ab, ob sich der damit verbundene große Arbeitsaufwand lohnt. Am besten wird es sein, wenn der Prüfer einen Refa-Fachmann heranzieht, der die Möglichkeiten einer Rationalisierung abschätzt. Im übrigen gelten auch für diesen Fall die oben angestellten Überlegungen.

Im Rahmen der Kostenbereinigung wurden schon durch die Normalisierung einiger Kostengrößen gewisse positive Rationalisierungswirkungen vorweggenommen. Aus diesem Grunde müssen die Ersparnisse der ersten Rationalisierungsstufe vom Aufschlag für die Gesamtrationalisierung abgezogen werden, damit eine Doppelberücksichtigung vermieden wird.

2. γ Die Investitionen können in Rationalisierungs- und Erweiterungsinvestitionen eingeteilt werden. Auch bei ihnen ist der Zeitpunkt wichtig, und zwar, ob sie bereits abgeschlossen sind, gerade laufen oder noch nicht begonnen wurden.

Nach unserer Begriffsbestimmung des normalen Gewinnes darf der letzte Fall für den Ertragswert nicht berücksichtigt werden, da dies eine zu große Begünstigung des Verkäufers darstellen würde. Deshalb bleiben auch die Ertragsvorteile einer laufenden Investitionsperiode, die den nach der Veräußerung beschafften Anlagen entspringen, für die Ertragswertberechnung außer Betracht.

Die Schwierigkeit der Abgrenzung ist aber erheblich, wenn sie die Trennung nicht sogar unmöglich macht.

Daher berechnet man die gesamte Ertragssteigerung, berücksichtigt für den Aufschlag davon aber nur, je nachdem in welchem Stadium sich die Investition befindet, z. B. ein Drittel, die Hälfte usw.

Nicht aufgeschlagen wird die positive Wirkung einer Rationalisierungsinvestition, wenn sie nur die Wettbewerbsfähigkeit aufrechterhält. Falls aber infolge zu niedrig kalkulierter Abschreibungen usw. für solche Investitionen nicht genügend Mittel zur Verfügung stehen, muß

sogar ein Abschlag in Höhe der entsprechenden Abschreibungsquote der versäumten Investition erfolgen.

Die richtige Ermittlung des sich durch die Rationalisierungs- und Erweiterungsinvestitionen erhöhenden Gewinnes (höhere Roherträge abzüglich der Abschreibungsquoten für die Investitionen) erfordert umfangreiche Arbeiten.

Der Prüfer hat den Investitionsplan hinsichtlich der Kosten durchzusehen, besonders auch wegen des am Rande mit verursachten Aufwandes, z. B. für Produktionsausfall während der Investitionsperiode. Außerdem sind die erforderlichen Ertragsvorschaurechnungen zu prüfen und eventuell durchgeführte Marktanalysen als Grundlage zu verwenden.

Diese Pläne stützen sich hauptsächlich auf Erfahrungen, die bei früheren Investitionen bezüglich Umsatz und Ertrag gemacht worden sind oder berücksichtigen solche anderer, ähnlicher Betriebe.

Dank der Sorgfalt der Aufstellung muß der Prüfer einen Eindruck gewinnen, ob er Einzelheiten noch selbst nachprüfen soll, oder ob das nicht nötig ist. Sind die Unterlagen oberflächlich, dann kann es möglich sein, daß statt eines Zuschlages auf den Vergleichsgewinn sogar ein Abschlag angebracht ist. Dies ist dann der Fall, wenn die Gefahr einer entstehenden Überkapazität verhältnismäßig groß erscheint, was von Konjunktur- und Branchenlage und von dem absoluten Ausmaß der Investition abhängt. In diesem Fall würde keine Ertragssteigerung erfolgen, sondern durch die auftretende Kostenprogression sogar eine Senkung. Solche Folgen einer schlechten Planung dürfen auch in keinem Risikoposten berücksichtigt sein, so daß unbedingt ein Abschlag vom Vergleichsgewinn vorgenommen werden muß.

Einen Sonderfall der Investition stellt eine zukünftige Ertragssteigerung auf Grund schon erfolgter Einführungswerbung dar.

Die übrigen Werbeaufwendungen werden laufend als Kosten gebucht und sind daher auch bei der Kostenartenanalyse zu untersuchen; sie sollen

ja nur den bisherigen Absatz erhalten. Auch für den Fall der Einführungswerbung muß man sich auf Erfahrungen verlassen. Vor allem aber sind vor der Werbeaktion die Ergebnisse einer eventuellen Marktanalyse zu untersuchen, die bei größeren Unternehmen unbedingt erfolgen muß.

Den Ertragssteigerungen sind die Abschreibungsquoten der aktivierten Aufwendungssumme gegenüberzustellen, und die Differenz ist dem Vergleichsgewinn zuzuschlagen. Die Aktivierung erscheint - um keine Irrtümer aufkommen zu lassen - nur im Rahmen der Prüfung und nicht der Buchhaltung.

c. Errechnung des Ertragswertes auf der Basis des korrigierten Vergleichsgewinnes

Nachdem im vorigen Abschnitt der Versuch gemacht worden ist, unter den gegebenen Umständen den richtigen Gewinn zu ermitteln, bleibt noch die Frage nach dem richtigen Kapitalisierungsfaktor in Form eines gerechten Zinsfußes offen.

Seine Bedeutung muß sehr groß eingeschätzt werden, da eine geringe Änderung des angesetzten Prozentsatzes eine große Veränderung des Ertragswertes verursacht. Aus diesem Grunde ist es unumgänglich, die Größe des Kapitalisierungsfaktors besonders sorgfältig zu bestimmen.

1 α Untersucht man die Meinungen in der Literatur über den Zinsfuß, so ist festzustellen, daß die überwiegende Mehrheit ihn in eine allgemeine Grundlage, meistens der landesübliche Zins, und einen durch das betriebliche Risiko bedingten Aufschlag spaltet.

Dieser Auffassung kann man folgen, da auf diese Weise wenigstens hinsichtlich der Basis eine gewisse Objektivität möglich ist; es bleiben bei der Bemessung der Höhe des Aufschlages noch genug subjektive Einflußmöglichkeiten übrig. Vor allem entgeht man den Unsicherheiten und der Willkür, die mit den Vorschlägen fester Gesamtzinssätze

verbunden sind, wie z. B. 8-10 % bei Montgomery oder 7 % für die AG nach Schmalenbach (1).

Für die oben erwähnte allgemeine Grundlage stehen drei Vorschläge zur Debatte, und zwar einmal der landesübliche Zinssatz für risikofreie Kapitalanlagen (mündelsichere Papiere), zum anderen der Satz, der sich aus der durchschnittlichen Branchenrentabilität ergibt, und drittens der Satz für langfristige Industrieobligationen.

Viel (2) tritt für den Branchenzins ein und will diesen als Durchschnitt aus den Dividendenstatistiken gewinnen zuzüglich eines Zuschlages von 50 bis 100 % je nach Konjunkturlage. Nun sieht auch er keine andere Ermittlungsmöglichkeit, so daß bei Unternehmen, die nicht die Form einer Aktiengesellschaft haben, eine unmittelbare Grundlage nicht zu gewinnen ist.

Hinzu kommt noch - ganz abgesehen von dem schlechten Gewinnspiegel, den die Dividenden heute darstellen - eine gewisse Willkür bei der Wahl des Konjunkturzuschlages. Aus diesen Gründen kann man die Basis von Viel wegen zu großer Unsicherheiten nicht wählen.

Ebenfalls nicht akzeptabel ist der Vorschlag, den Zinssatz langfristiger Industrieobligationen zur Grundlage zu nehmen, da ihm gleichfalls starke Bedenken entgegenstehen. In diesem Zinssatz steckt schon ein gewisser Risikoaufschlag, was bei nochmaligem Zuschlag zu einer Doppelberücksichtigung führen würde.

Unter diesen Umständen kann der landesübliche Zins als die relativ objektivste Grundlage angesehen werden. Er ist nicht nur verhältnismäßig einfach zu ermitteln, sondern bei ihm entfallen auch die Unsicherheiten in der Ermittlung, die ja die größten Nachteile der beiden anderen Vorschläge sind. Hinzu kommt der Vorteil, daß man eine

(1) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes", a. a. O. S. 74

(2) Viel, J.: a. a. O., S. 366

Basis erhält, die sich stärkeren Schwankungen der Konjunkturlage schneller anpaßt.

1 β Bei dem nun zu besprechenden Aufschlag kann eine solche Objektivierung, wie sie durch die Wahl des landesüblichen Zinses bei der Grundlage möglich war, nicht vorgenommen werden. Von vornherein ist auch vor generell festgesetzten fixen Aufschlägen zu warnen, denn die Betriebsindividualität spielt eine solch große Rolle, daß sie nicht unberücksichtigt bleiben darf.

Feste Aufschläge befürworten Diez (1) mit 50 % auf den landesüblichen Zins und Moral (2) mit dem 1 1/4 bis 1 1/2-fachen dieses Zinssatzes. Letzterer will seinen Wert als den am häufigsten verwendeten Kapitalisierungsfaktor bei Veräußerungen festgestellt haben. Aber selbst, wenn dieses richtig wäre, kann der zu untersuchende Einzelfall vollkommen von der Norm abweichen.

In der gleichen Richtung liegen auch die von Mellerowicz (3) aufgeführten Vorschläge anderer Autoren und sind deshalb abzulehnen; auch wenn die Staffelung nach Gesellschaftsformen eine gewisse Verfeinerung bringt, so werden doch innerhalb dieser Formen feste Zuschläge verwendet.

Etwas anders liegt der Fall bei Mildebrath (4), der ein Mittel zwischen Branchenzins und Landeszins bilden will. Die Mittelung beinhaltet zwar indirekt einen Risikoaufschlag, dessen Höhe aber durch diese Mittelung willkürlich angesetzt wird.

(1) Diez, W. : "Der Kapitalisierungsfaktor als Bestandteil der Ertragswertrechnung bei der Gesamtbewertung von Unternehmen und U. -Anteilen" in: Wirtschaftsprüfung 8. Jg. 1955, S. 2 f.

(2) Moral zitiert von Axer: a. a. O., S. 15

(3) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes", a. a. O. S. 74

(4) Mellerowicz, K.: a. a. O., S. 74

Die Höhe des Risikoaufschlages hängt von den verschiedensten Umständen ab. Nach unserer Auffassung sind die Einzelrisiken ja an den Aufwands- und Ertragsselementen zu erfassen. Wenn das aber nicht geht, dann muß auf den Zuschlag noch eine Pauschale aufgeschlagen werden, die aber wegen der Unsicherheit in der Schätzung keineswegs als objektiv angesprochen werden kann.

Unserer Forderung folgend wurden die Risiken bei den kalkulierten Wagnissen, bei den normalen Entwicklungskosten und durch die Versicherungsprämien erfaßt sowie das Fortschrittsrisiko durch den Abschlag vom normalen Vergleichsgewinn bei Berücksichtigung allgemeiner zukünftiger Umstände. Übrig bleibt noch das allgemeine Unternehmerrisiko. Hier zeigt es sich, wie wichtig die Einengung des Begriffes des kalkulierten Unternehmerlohnes war, um eine Doppelberücksichtigung zu vermeiden.

Das allgemeine Unternehmerrisiko hängt von verschiedenen Gegebenheiten ab. Die Unternehmungsform spielt eine Rolle, zwar nicht wie es Schmalenbach sieht, wegen der verschiedenen Mobilisierbarkeit der Anteile, sondern mehr wegen der Unterschiedlichkeit in den Finanzierungsmöglichkeiten und in der Besteuerung. Weiterhin ist die Betriebsgröße von Bedeutung, vor allem hinsichtlich der Anlageintensität, da Betriebe mit hohem Anlagevermögen einer verhältnismäßig großen Kostenstarre ausgesetzt sind.

Beachtet werden muß bei größeren Betrieben auch ein verstärktes Auftreten von besonderen Risiken - z. B. das eines höheren Beschaffungsrisikos - die aber alle nicht exakt erfaßbar sind. Als letztes wäre noch die Abhängigkeit des Risikos von der Zugehörigkeit zu bestimmten Branchen zu erwähnen. Beispielsweise sind Produzenten von Gütern des gehobenen Bedarfs gefährdeter als solche des täglichen Bedarfs. Die Möglichkeit des Auftretens neuer Konkurrenz ist ebenfalls zu veranschlagen; hier haben Industrien mit hoher Anlageintensität einen Vorteil.

All diese Dinge sind Wissenschaft und Praxis dem Grunde nach wohl bekannt, aber dafür, wie man sie in Zahlen ausdrücken soll, eine unumgängliche Forderung für die Errechnung eines gerechten Risikoaufschlages, fehlt im allgemeinen jede Angabe in der Literatur.

Nur Bussmann hat das versucht, und auf seine Lösungsmöglichkeit sei deshalb hingewiesen, wenn auch sie nicht allen Anforderungen genügen kann (s. Anhang). Ohne umfangreiche Rechenoperationen ist bei ihm nur das Konkurrenzrisiko zahlenmäßig zu erfassen, indem man Fälle von in den letzten Jahren neu in die Branche gekommenen Unternehmen untersucht und zur eigenen Ertragsentwicklung in Beziehung setzt. Bussmann hat richtig erkannt, daß das allgemeine Unternehmerrisiko nichts weiter darstellt als das Risiko weiterer Gewinnerzielung; darauf baut er seine Methode auf.

Ohne weiteres sind nun die übrigen Teile des allgemeinen Unternehmerrisikos nicht zahlenmäßig zu erfassen, wenn das überhaupt möglich ist. Man könnte allenfalls nach dem von Moral stammenden Vorschlag das 1 1/2-fache des landesüblichen Zinsfußes nehmen und mit Hilfe der von Mellerowicz vorgeschlagenen Prozentbilanz (1) Abweichungen vom Normalen feststellen und in deren Höhe noch Zu- oder Abschläge ansetzen.

Abschließend kann man zu dem Problem des Zuschlages auf den landesüblichen Zins noch sagen, daß er wegen der nicht ganz zu umgehenden Schätzung beträchtliche Unsicherheiten birgt, wegen seines großen Einflusses auf den Gesamtwert aber sorgfältig untersucht werden muß.

2. Nachdem auf diese Weise der Kapitalisierungsfaktor erörtert und der Versuch einer Fassung des Risikoaufschlages auf den Grundzinsfuß gemacht wurde, kann die Berechnung des Wertes einer Unternehmung auf der Grundlage des Ertrages vorgenommen werden,

(1) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes",
a. a. O., S. 84
s. Anhang

Zugrundegelegt wird die Formel für die Ewige Rente:

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{Gewinn} \cdot 100}{\text{Kapit. - Faktor}} = \text{Unternehmenswert}$$

Den Gewinn stellt hier der von uns berechnete, aus der Bereinigung hervorgegangene normale Betriebsvergleichsgewinn dar, der durch die oben behandelten Auf- und Abschläge korrigiert wird, während der Kapitalisierungsfaktor sich aus dem landesüblichen Zinsfuß und einem Risikoaufschlag betriebsindividueller Art zusammensetzt.

3. Ertragswertbildung mit Hilfe der Plankostenrechnung

Wir wiesen oben schon darauf hin, daß eine selbständige Berechnung des Zukunftsertragswertes nach den bisher in den Betrieben üblichen Rechnungsmethoden nicht möglich sei, wenn man sich mit einer Schätzung und ihren großen Gefahren hinsichtlich der Genauigkeit des Ergebnisses nicht zufrieden geben will.

Nun gehen aber immer mehr Betriebe dazu über, die Planung auch auf die Kosten auszudehnen, um ein betriebliches Lenkungsmittel von großem Wert zu erhalten.

Hierdurch kommt man, besonders in den großen Unternehmen, die uns ja im Rahmen der Konzernbetrachtungen am meisten interessieren, zwangsläufig früher oder später zu ausgebildeten Plan- oder Standardkostenrechnungen. Es ist daher zu untersuchen, inwieweit diese modernsten Methoden des betrieblichen Rechnungswesens in den Dienst einer selbständigen Ermittlung des Zukunftserfolges gestellt werden können.

Selbst, wenn es möglich wäre, die Kostenseite mit Hilfe der Plankostenrechnung verhältnismäßig genau vorherzubestimmen, bleibt doch die Frage offen, ob das Gleiche bei den Umsätzen als der anderen Komponente des betrieblichen Erfolges der Fall ist.

Der Absatzplan stellt den Grundplan jeder Unternehmung dar, muß aber für unseren Zweck, da er reiner Mengenplan ist, durch den Erlösplan ersetzt werden. Nun wird man nur in den seltensten Fällen den letzteren zu einem Erlösbudget, also zu einer Planung ins Detail ausbauen können. Hier besteht nämlich nicht die Möglichkeit, wie z.B. bei den Kosten, durch Verrechnungspreise Preisveränderungen auszuschalten.

Sehr oft wird der Erlösplan also nur ein Grobplan sein. Er beruht somit mehr auf Schätzung als auf exakter Berechnung, so daß eine selbständige Schätzung des Zukunftserfolges auf objektiver Basis nicht möglich ist. Die Schwäche in der Schätzung der Umsätze kann selbst durch die genaueste Kostenplanung nicht aufgehoben werden. Um zu einem Erlösbudget zu kommen, gibt es nur einen Ausweg. Man muß aus den Umsätzen des Betriebes während seiner gesamten Lebensdauer einen Durchschnittsumsatz unter Berücksichtigung der wesentlichen Umstände (qualifizierter Durchschnitt) errechnen und aus den Abweichungen in den einzelnen Jahren Abweichungsnormen zu bilden suchen. Das geschieht in der Annahme, daß sich nach den so herausgefundenen Gesetzen der Umsatzentwicklung auch die Zukunft gestalten wird.

Allerdings wird durch diese Methode, wenn auch infolge der Analytisierung und Abstrahierung abgeschwächt, das Primat der absolut selbständigen Zukunftserfolgsberechnung durchbrochen.

Bei der Plankostenrechnung liegen die Verhältnisse ähnlich, da auch die Kosten nicht vollkommen von der Vergangenheit losgelöst errechnet werden können, obwohl sie hier analytisch gewonnen sind. Ihnen liegen zwar nicht Vergangenheitswerte, aber doch Vergangenheitsmengen zugrunde. Für eine absolut selbständige Zukunftserfolgsberechnung ist also die Kostenplanung ebenfalls nicht zu verwenden.

In einigen Fällen aber wird die Aufstellung eines Erlösbudgets aus einer genauen Umsatzplanung möglich, und zwar dann, wenn die Um-

sätze verhältnismäßig konstant sind, etwa bei einer Monopolstellung. Hier wird meistens auch eine starre Plankostenrechnung (Kosten werden nur bezüglich eines Beschäftigungsgrades berechnet) genügen. Die Möglichkeiten einer solchen vereinfachten Planung sind aber nur gering einzuschätzen, wenn sie auch im Rahmen der Konzernprobleme eine gewisse Rolle spielen. Dort ist aber im Falle der Ausgliederung eines Unternehmens der Fortfall dieser einfachen Planung und des gleichbleibenden Umsatzes zu berücksichtigen, d.h. beim Verkauf vom ermittelten Unternehmenswert abzusetzen.

Wir haben also gesehen, daß neben der Umsatz- und Erlösplanung auch die Aufstellung der Plankosten nicht vollkommen frei von der Vergangenheit durchgeführt werden kann. Nun ist zu prüfen, welche Möglichkeiten die Baukostenrechnung hinsichtlich Genauigkeit und Richtigkeit im Rahmen dieser relativ selbständigen Zukunftserfolgsberechnung bietet.

Um eine bestehende Plankostenrechnung verwenden zu können, sind folgende Voraussetzungen zu erfüllen:

Es muß sich erstens um eine Vollkostenrechnung handeln, also auch die Gemeinkosten müssen geplant sein. Die höhere Standardkostenrechnung kann, da sie diese Bedingung erfüllt, gleichwertig neben die Plankostenrechnung treten. Zweitens muß die Plankostenrechnung schon eine Reihe von Jahren im Betrieb laufen. Diese zweite Bedingung ist sehr wichtig, denn eine Plankostenrechnung hat zwar ihre Grundnormen, aber diese werden nach den jährlich ermittelten Abweichungen jedes Jahr verändert, sie zeigt in ihren Ansätzen also jedes Jahr neue Werte, um der Entwicklung gerecht zu werden.

Von einer solchen sich ständig ändernden Plankostenrechnung kann man aber für die Zukunftserfolgsberechnung nicht ausgehen. Man braucht feste Grundnormen, die aber nur durch Analyse der Veränderungen in einer schon längerbestehenden Plankostenrechnung zu gewinnen sind.

Geprüft werden die Verbrauchs-, Beschäftigungs- und Preisabweichungen der letzten Jahre. Man versucht, für die Entwicklung gewisse Gesetzmäßigkeiten herauszufinden, mit deren Hilfe ein qualifizierter Durchschnitt für die zukünftigen Kosten gewonnen werden kann. Dieser bildet mit dem Erlösdurchschnitt zusammen die Basis für die Zukunftserfolgsberechnung. Bezüglich der Einzelheiten der Aufstellung von Plankosten, allerdings nur allgemein und nicht für unseren Spezialfall, sei auf Matz (1) hingewiesen.

Zusammenfassend kann über den Wert der Plankostenrechnung für die Ermittlung des Ertragswertes auf reiner Zukunftsbasis gesagt werden, daß sie nur unter bestimmten Voraussetzungen und auch dann nur bedingt für die Ermittlung des richtigen Wertes verwendbar ist. Vor allem aber muß man vom ermittelten Wert einen Abschlag vornehmen, da weder Plan- noch Standardkostenrechnung außergewöhnliche zukünftige Umstände berücksichtigen können, selbst wenn diese sich schon langfristig abzeichnen.

4. Bewertungsfragen beim Verkauf von Firmenmänteln

a. Allgemeiner Verkauf

Zum Abschluß unserer allgemeinen Untersuchungen über die Unternehmensbewertung wollen wir noch kurz auf einen Sonderfall eingehen.

Häufig liest man in wirtschaftlichen Fachzeitschriften Offerten, in denen sogenannte Firmenmäntel zum Kauf angeboten werden. Hierbei stellt sich nun einmal die Frage, um was es sich im einzelnen bei diesen Firmenmänteln handelt, zum anderen, ob deren Wert mit den von uns herausgearbeiteten Maßstäben ermittelt werden kann.

Bei genauerer Untersuchung seines Wesens stellt sich heraus, daß der Firmenmantel nichts weiter ist als die in die betreffenden Regi-

(1) Matz, A.: "Plankostenrechnung", Wiesbaden 1954

ster eingetragene und im Geschäftsleben eingeführte Firma einer Unternehmung.

Es taucht nun die Frage auf, ob dieser reinen Unternehmungsform ein objektiver Wert zugemessen werden kann.

Unabhängig davon, ob ein Unternehmen rationell arbeitet oder rentabel ist, erweckt sein Firmenname, allerdings nur, solange die Qualität seiner Leistungen seit langem gut geblieben ist, bei den Kunden gewisse positive Vorstellungen. Dieses Meinungsmonopol einer gut eingeführten Firma gewährleistet einen gewissen Umsatz, an dem jeder ihrer Konkurrenten Interesse hat. So stellt sich also heraus, daß es sich bei der Veräußerung eines Firmenmantels um nichts anderes handelt, als um einen selbständigen Verkauf des Goodwill, des wesentlichsten Bestandteiles des Firmenwertes.

Mellerowicz (1) lehnt zwar die Möglichkeit einer selbständigen Veräußerung des Firmenwertes ab, die Vorgänge in der Praxis beweisen aber das Gegenteil.

Da es beim Verkauf eines Firmenmantels nur um die Bewertung des Goodwill geht, können die von uns herausgearbeiteten Maßgrößen der Unternehmensbewertung, Ertragswert und Substanzwert, nicht verwandt werden, da sie ja zu einem Gesamtwert führen, während der Goodwill nur ein Teilwert ist. Wie wir früher schon sahen (2), ist eine objektive selbständige Ermittlung des Firmenwertes und damit auch des Goodwill nicht möglich. Die Höhe der letzten Umsätze des liquidierenden Unternehmens kann kein Maßstab sein, da an ihrem Zustandekommen außer dem guten Firmennamen auch noch die nicht mehr zur Verfügung stehenden Sachwerte mitgewirkt haben. Der Erwerber muß solche Werte erst einsetzen, um die betreffenden Umsätze

(1) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes",
a.a.O. S. 112

(2) in B.I. 1

zu erzielen, darf also für den Firmenmantel nur einen Teil des Ertragswertes bezahlen. Wie hoch diese Summe aber sein soll, das ist eine objektiv nicht zu lösende Frage.

b. Veräußerung und Bewertungsproblematik bei Verlustvorträgen

Zum Abschluß dieses Kapitels wollen wir noch den Sonderfall des Verkaufs eines Firmenmantels mit Verlustvortrag behandeln.

Betrachtet man einen solchen Mantel aus wirtschaftlicher Sicht, so kann ihm kein Wert zugemessen werden, es sei denn ein subjektiver. Der Erwerber hat vielleicht vor, seine Gesellschaft umzugründen und erspart durch den Kauf des Firmenmantels die sonst entstehenden Kosten.

Kauft ein Interessent einen solchen Mantel, so geschieht das aber meistens aus der Überlegung heraus, dadurch einen bestimmten Betrag an Gewinnsteuern zu sparen, weil seine Gewinne von dem Verlustvortrag geschmälert werden.

Die obere Grenze der Kaufsumme läge damit bei der Höhe der summierten Steuereinsparungen. Die Subjektivität dieser Schätzung zeigt sich auch darin, daß der Erwerber, falls er einkommensteuerpflichtig ist, wegen der Progressivität dieser Steuer andere Beträge spart, als wenn er körperschaftssteuerpflichtig wäre.

Nun hat der Bundesfinanzhof ein Urteil gefällt (1), daß diese Steuerumgehungen einschränkt. Er verlangt vor allem, daß beim Erwerb nur wirtschaftliche Gründe eine Rolle spielen. Dies wird an der sogenannten Personengleichheit gemessen, die davon abhängt, daß erwerbendes und aufgekauftes Unternehmen zumindest der gleichen

(1) "GmbH. - Mantelverkauf und Verlustvortrag, Mißbrauch von Formen und Gestaltungsmöglichkeiten des bürgerlichen Rechts"
BFH-Urteil vom 8. 1. 58 in: "Der Betrieb" 1958, S. 241

Branche angehören, wenn nicht sogar, dies kommt auf den Einzelfall an, gleichartig sind.

Nur unter diesen Voraussetzungen können Verlustvorträge aufgekaufter Firmenmäntel auch heute noch steuerlich in Ansatz gebracht werden.

2. Teil

Bewertungsprobleme im Falle von Konzernbildungen und -erweiterungen

A. Ausschaltung der reinen Finanzkonzerne

In den vorangegangenen Ausführungen wurde versucht, eine Methode zu entwickeln, die eine möglichst genaue Bestimmung des Wertes einer Unternehmung gewährleistet.

Nun haben in den letzten Jahrzehnten Konzentrationserscheinungen in der Wirtschaft eine immer größere Bedeutung gewonnen, so daß die Frage auftaucht, ob nicht hierdurch bei Bewertungen Sonderprobleme auftreten, die mit den allgemeinen Mitteln der Unternehmensbewertung nicht zu lösen sind.

Damit die folgende Analyse nicht zu weitläufig wird, wollen wir uns auf die Betrachtung der Konzerne beschränken.

I. Hierfür ist es wichtig, den Konzernbegriff genau zu definieren.

Am stärksten hat sich in Literatur und Praxis die von Lutz (1) weitergegebene Auffassung durchgesetzt: "Unter einem Konzern soll eine Mehrzahl von rechtlich selbständigen Unternehmen verstanden werden, die auf der Grundlage einer einheitlichen Vermögenssphäre ihre gesamte wirtschaftliche Tätigkeit grundsätzlich nach einem einheitlichen Willen und einem einheitlichen wirtschaftlichen Plan zu führen haben und somit eine wirtschaftliche Einheit bilden."

Nach dieser Definition sind zwei Hauptmerkmale des Konzernes zu unterscheiden, einmal die wirtschaftliche Einheit, zum anderen die rechtliche Selbständigkeit.

(1) zit. Lutz, B.: "Die Bewertungsprobleme des Konzerns" Dissertation St. Gallen 1952, S. 31

Schließen sich z.B. mehrere Unternehmen für bestimmte Geschäfte zu einem Konsortium zusammen, so bleiben sie rechtlich selbständig und bilden auch keine volle wirtschaftliche Einheit, da sie nur in einem Teilbereich ihres Geschäftsbetriebes gemeinsam handeln.

Auch Fusionen bleiben außerhalb unserer Untersuchung, weil bei ihnen die rechtliche Selbständigkeit der einzelnen Unternehmen verloren geht. Nach Liefmann (1) kann eine Fusionsunternehmung auch dann nicht als Konzern angesehen werden, wenn sie Haupt eines solchen ist.

Der schwerwiegendste Grenzfall liegt seiner Meinung nach aber dann vor, wenn die Konzernunternehmen ihre gesamte wirtschaftliche Tätigkeit einer gemeinsamen Unternehmung übertragen und dann selbst nur noch als Kontrollgesellschaften bestehen bleiben.

Die mit solchen Fällen verbundenen Bewertungsfragen machen aber derartig umfangreiche Untersuchungen nötig, daß sie in diesem Rahmen nicht behandelt werden können.

Passow (2) erwähnt noch den Sonderfall, der ebenfalls nicht zu einer Konzernbildung gehört, daß mehrere Unternehmen gemeinsam einen Ergänzungsbetrieb erwerben.

Es müssen zwei Grundtypen von Konzernen unterschieden werden, zwischen denen die Grenzen fließend sind: produktionswirtschaftliche-organische und finanzielle-anorganische Konzerne. In der Hauptsache werden wir uns mit den produktionswirtschaftlichen Konzernen befassen und die reinen Finanzkonzerne ausschalten. Damit dies aber möglich wird, ist die Grenze zwischen beiden abzustecken. Das erscheint einfach, wenn man die zwei Extremfälle betrachtet. Auf der einen Seite ein Konzern, der aus Kosten- oder Ertragsgründen den

(1) Liefmann: Kartelle, Konzerne, Trusts, Stuttgart 1927, S. 261

(2) Passow, R.: "Betrieb, Unternehmung, Konzern", Jena 1925, S. 118

Zug zur Zusammenfassung aller Produktionsstufen in einer wirtschaftlichen Einheit klar erkennen läßt, während auf der anderen Seite nur eine Vereinigung ganz heterogener Betriebe besteht. Der ehemalige Stinneskonzern, dem u. a. Eisenwerke, Papierfabriken, Hotels usw. angehörten, bietet uns ein gutes Beispiel, welches deutlich zeigt, daß andere als produktionswirtschaftliche Gründe die Konzentration veranlaßten.

Schwierig wird aber die Grenzziehung dort, wo wirtschaftliche und außerwirtschaftliche Gründe einen Konzern entstehen ließen, dem auf den ersten Blick nicht anzusehen ist, ob er sich organisch oder anorganisch aufbaut.

Kauft z. B. ein Zündholzfabrikant wie Kreuger Wälder auf, so dient das der Rohstoffsicherung und paßt zu seiner Produktion. Erwirbt er dann eine Flotte, so liegt das auf der Grenze. Erst wenn er noch eine Kohlengrube hinzukaufte, wird klar, daß von organischem Konzernaufbau keine Rede mehr sein kann.

Die eigene Flotte zeigt die sich verwischende Grenze. Hier kommt es einmal auf die Größe an, ob sie in den Konzernverband paßt oder nicht, zum anderen auf die Lage am Frachtenmarkt.

Lassen sich durch eigene Schiffe Kosteneinsparungen erzielen, so ist die Flotte wirtschaftlich, wenn nicht, dann müssen ihre Wirkungen aus unserer Betrachtung ausgeschlossen bleiben.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß meist dann ein organischer Konzern vorliegt, wenn sich als Folge der Integration gewisse Kosteneinsparungen oder Ertragsvorteile abzeichnen. Dies geschieht nur dort, wo die dem Konzern angehörenden Unternehmen zusammenpassen.

Sehr oft ist es die Kraft einer Persönlichkeit, die z. B. aus Machtstreben oder Tätigkeitsdrang einen Konzern bildet und zusammenhält. Es kann aber auch vorkommen, daß ein solcher entsteht, weil eine

Finanzgruppe in Zeiten versteckter oder offener Inflation Anlagemöglichkeiten für überflüssige Gelder sucht, ein Fall, auf den Krähe hinweist (1).

Die reinen Finanzkonzerne müssen aus unserer Untersuchung ausgeschlossen werden, weil bei ihrem Entstehen neben spekulativen Gründen, die noch wirtschaftlicher Art sind, auch irrationale mitgewirkt haben. Die Einbeziehung solcher Konzerngebilde führt zu subjektiven Schätzungen, so daß mit objektiven Maßstäben nicht mehr gearbeitet werden kann.

Es ist nun möglich, daß bei horizontalen Konzernen, die aus nicht-wirtschaftlichen Gründen zustandekamen, Neuerwerbungen positive wirtschaftliche Folgen haben.

Z.B. können Ertragsvorteile durch Wettbewerbseinschränkungen auftreten, die bewertbar sind. Solche Sonderfälle sollen in unsere Betrachtung einbezogen werden.

II. Viele Unternehmen, vor allem die größeren, haben die Rechtsform der Aktiengesellschaft. Da ihre Anteile an der Börse gehandelt werden, können Interessenten mit der Zeit die Aktienmehrheit einer Unternehmung aufkaufen. Sehr oft ist dieser anonyme Aufkauf von Effekten, meist sogar noch durch Stroh Männer ausgeführt, die Methode der Finanzmagnaten oder Gruppen, um einen Konzern aufzubauen, wie wir ihn oben schilderten. Es kann aber auch vorkommen, daß die Leitung eines organischen Konzerns keine andere Möglichkeit sieht, ein Unternehmen zu erwerben, von dessen Eingliederung sie sich produktionswirtschaftliche Vorteile verspricht.

(1) Arbeitskreis Dr. Krähe der Schmalenbachgesellschaft: "Konzernorganisation, Aufgaben- und Abteilungsgliederung im industriellen Unternehmungsverband", Köln-Opladen 1952, S. 15

Nach dem Aktienrecht hat eine solche Konzernleitung keine Möglichkeit, das Rechnungswesen des betreffenden Unternehmens vorher zu prüfen, falls ihr das der Besitz einer ausreichenden Zahl von Anteilen, die die Besetzung von Vorstands- und Aufsichtsratsposten gewährleistet, nicht gestattet.

Daher müssen derartige Fälle aus unserer Betrachtung ebenso ausgeschlossen werden, wie die reinen Finanzkonzerne. Der objektive Wert kann nicht ohne Prüfung des Rechnungswesens gefunden werden.

B. Bedeutung des objektiven Wertes als Richtschnur der Entscheidungen

In den vorangegangenen Ausführungen haben wir versucht, die Voraussetzungen für eine objektive Wertermittlung zu schaffen. Dabei sind wir von dem Standpunkt eines außenstehenden, weder dem Käufer noch dem Verkäufer verpflichteten Prüfers ausgegangen.

Sollen nun aber Unternehmensbewertungsfragen im Zusammenhang mit Konzerninteressen untersucht werden, so können die hier auftretenden Probleme nicht allein aus dieser Sicht gelöst werden.

Beim Aufkauf durch einen Konzern wird ein Unternehmen den gleichen objektiven Wert behalten, als wenn es durch einen kapitalanlagensuchenden Geschäftsmann erworben würde und selbständig bliebe. Anders läge allerdings der Fall, wenn man es strukturell völlig umwandeln würde.

Der objektive Wert ist also gewissermaßen ein allgemeiner Wert, der grundsätzlich für alle Kaufinteressenten die gleiche Höhe hat. Daher entstehen bei der Eingliederung eines Unternehmens in einen Konzern hinsichtlich des objektiven Wertes keine besonderen Bewertungsprobleme, wenn wir von einer noch zu behandelnden Ausnahme abse-

hen wollen. Solche Probleme treten erst dann auf, wenn man die Wirkungen des Aufkaufes auf den Konzernverband betrachtet. Ein Konzern wird ein Unternehmen nur erwerben, wenn seine Mitglieder hierdurch Erfolgsvorteile haben. Derartige Vorteile entstehen aber nur durch die Eingliederung und nur für den Konzern, sind also ganz spezieller Natur.

Aus diesem Grund erscheint es angebracht, diese Probleme vom Konzernstandpunkt aus zu untersuchen. Sie werden ja auch nur dann aktuell, wenn der Konzern einen den objektiven Wert übersteigenden Preis für das betreffende Unternehmen zahlen soll. Hiermit stehen wir mitten in der Preisproblematik, die von einem externen Prüfer nicht gelöst werden kann und darf, ein Grund mehr, die Dinge vom Konzernstandpunkt aus zu betrachten.

Die Gewinnsteuern, die wir früher ausgeschaltet hatten, um die Ermittlung des objektiven Wertes nicht zu gefährden, gehören jetzt zwar sachlich in die Betrachtung hinein, können aber generell auch im Rahmen der Konzernprobleme nicht behandelt werden, da jeder Einzelfall anders gelagert ist.

Bei unserer Betrachtung gehen wir davon aus, daß außer dem objektiven Wert noch ein anderer existiert, der sich aus diesem und bestimmten subjektiven Wertelementen zusammensetzt (1), bei denen es sich um die kapitalisierten speziellen Erfolgsvorteile handelt.

Will daher eine Konzernleitung ein Unternehmen kaufen und den subjektiven Wert ermitteln, so muß sie den objektiven zur Grund-

(1) Wenn in den folgenden Untersuchungen vom subjektiven und objektiven Wert gesprochen wird, so bedeutet das nicht, daß ersterer der unsachlichere, irrationale Wert ist. Vielleicht wären die Bezeichnungen "allgemeiner" und "spezieller" Wert besser gewesen, um aber Mißverständnissen vorzubeugen, soll auch in diesem Rahmen vom objektiven Wert gesprochen werden, damit der Zusammenhang mit dem im ersten und zweiten Hauptteil unserer Ausführungen ermittelten Wert klar erhalten bleibt.

lage nehmen, da sonst die Basis fehlt, ohne die die Berechnung auf reinen Spekulationen beruhen würde. Aus diesem Grund wird der objektive Wert immer Richtschnur der Konzernleitungsentscheidung sein müssen.

Zusammenfassend läßt sich zu dem vorliegenden Problemkreis sagen: eine wirtschaftlich handelnde Konzernleitung wird vor dem Ankauf eines Unternehmens dieses immer nach objektiven Maßstäben bewerten lassen. Dem sich daraus ergebenden Wert werden die erwarteten speziellen Erfolgsvorteile und die in den Unternehmenswert nicht einbezogenen, da nicht betriebsnotwendigen Teile zuaddiert, falls der Konzern letzteres wünscht. Das Ergebnis dieser Rechnung wird dem geforderten Preis, der höher, gleich hoch oder niedriger sein kann, gegenübergestellt.

Nun kann es geschehen, daß trotz der oben geschilderten Bedeutung des objektiven Wertes dieser doch durch subjektive Wertungen verdrängt wird.

In den folgenden Ausführungen ist daher zu untersuchen, inwieweit das überhaupt der Fall sein kann, und, ob hierbei Unterschiede im sich bildenden und im schon existierenden Konzern bestehen.

I. Bevor wir den Einfluß subjektiver Wertschätzungen im sich bildenden Konzern untersuchen können, müssen wir noch kurz auf die Arten der Entstehung von Konzernen eingehen.

1. Ein finanzstarkes Unternehmen gliedert sich in Form von Kapitalbeteiligungen und direktem Kauf Vor- bzw. Nachleistungsbetriebe (vertikaler Konzernierungstrend) oder gleichartige bzw. gleichstufige Unternehmen (horizontaler Konzern) an.
2. Ein Großunternehmen, das auch durch Fusion entstanden sein kann, gründet Tochterunternehmen. Das geschieht entweder durch Ausgliederung gewisser Abteilungen der Verwaltung, z.B. Gründung

einer eigenen Reklamefirma, einer eigenen Bank usw., oder durch Ausgliederung bestimmter Produktionsstätten oder durch Neuaufbau von Betrieben.

3. Der Fall, der eng mit einer Fusion verwandt ist und oft auch die Vorstufe zu einer solchen bildet: mehrere Unternehmungen nehmen durch Beteiligungsaustausch aufeinander Einfluß und entwickeln einen einheitlichen wirtschaftlichen Willen.

Die letzte dieser Möglichkeiten der Bildung wirtschaftlicher Konzerne wollen wir als erste näher betrachten. Als ein typischer Fall kann die Deutsche Auto-Union (DKW) angesehen werden.

Am Anfang ist zu klären, ob hier überhaupt noch von Konzern gesprochen werden kann.

Nach unserer Begriffsbestimmung durchaus, aber andere Auffassungen, die ein Subordinationsverhältnis verlangen, stehen dem entgegen. Da man aber an Stelle des Beteiligungsaustausches leicht eine gemeinsame Obergesellschaft gründen könnte, der die Anteile übertragen werden würden, wäre es spitzfindig, diesen Fall von der Betrachtung auszuschließen.

Spezielle Konzernbewertungsprobleme tauchen hier allerdings nicht auf, da keine Veräußerung stattfindet.

Die notwendige Bewertung für einen gerechten Anteiletausch wird sich also auf eine objektive Wertfindung für die betreffenden Unternehmen beschränken können. Das einzige Problem subjektiver Wertung ist die Messung des Einflusses der einzelnen Unternehmungen auf den Gesamtertrag des Konzerns, um die Gewinne richtig verteilen zu können. Da sich aber der Konzern noch in statu nascendi befindet, sind diese Einflüsse kosten- bzw. ertragsmäßiger Art nicht einmal als Ganzes erfassbar, so daß eine richtige Aufteilung auf die einzelne Unternehmung erst recht unmöglich ist.

Auch bei der zweiten Entstehungsform findet keine Veräußerung statt, ja im Falle der alleinigen Ausgliederung tritt nur eine Veränderung in der rechtlichen Form ein. Das den neugeschaffenen Unternehmen übertragene Sachvermögen wird aber aus steuerlichen oder sonstigen Gründen wertmäßig kaum objektiv ausgewiesen werden. Allerdings ist das nicht wichtig, da nur Verschiebungen in einer vorher schon einheitlichen Vermögenssphäre vorgenommen und Interessen Außenstehender nicht berührt werden.

Festzuhalten bleibt nur, daß hier ein Fall vorliegt, wo der objektive Wert von vornherein in den Hintergrund gedrängt ist und subjektive Einschätzungen, die sogar unsachlicher Natur sein können, eine große Rolle spielen. Spezielle Konzernbewertungsgründe treten hierbei auch nicht auf, so daß dieser Fall für uns nicht weiter von Interesse ist.

Das Gleiche gilt auch für die Gründung von Tochterunternehmen. Hier werden im Gegensatz zur Ausgliederung von Abteilungen oder Werken nicht Sachwerte übertragen, sondern Kapitalanteile.

Der größte Teil der wirtschaftlichen Konzerne entsteht aber wohl auf die unter 1. geschilderte Weise.

In diesem Falle wird der objektive Wert die ausschlaggebende Rolle spielen, weil die subjektiven Erfolgsvorteile wegen des noch lockeren Konzerngefüges nicht genau erfaßbar sind. Trotzdem kann es vorkommen, daß sie in die Kalkulation einbezogen werden und, weil sie nur zu schätzen sind, eine Überbewertung erfahren. Darin liegt die Gefahr, wenn der objektive Wert als Richtschnur aus den Augen verloren wird.

Eine ähnliche Situation ergibt sich, wenn infolge der Eingliederung bestimmte Kosten- oder Ertragsgrenzen im Konzern überschritten werden und die damit verbundene Erfolgssteigerung überbewertet wird.

Aus diesen Gründen erscheint es ratsam, wenn der Konzern sich noch im Aufbau befindet, beim Erwerb einer Unternehmung nur den objektiven Wert derselben in Ansatz zu bringen und etwaige Erfolgsvorteile, die dem Konzern durch die Eingliederung erwachsen könnten, außerhalb der Rechnung zu lassen.

II. Während, wie wir sahen, im sich bildenden Konzern spezielle Bewertungsprobleme entweder noch nicht aktuell oder überhaupt nicht erfaßbar sind, liegen die Verhältnisse beim schon bestehenden Konzern anders.

Allerdings ist es auch hier fraglich, ob die von den Eingliederungen erwarteten Erfolgsvorteile für die Konzernmitglieder in Zahlen ausgedrückt werden können.

Aber selbst, wenn das nicht möglich wäre, hätte man schon viel gewonnen, falls man sie wenigstens überschlagsmäßig erfassen könnte.

Dies soll nun in unserer Analyse versucht werden. Hierbei gehen wir von der Annahme aus, daß ein voll funktionsfähiger Konzern existiert, der ein anderes Unternehmen aufkauft und eingliedert, für das aber ein Preis gefordert wird, der den objektiven Wert übersteigt.

III. Bevor wir zur Behandlung der speziellen Bewertungsprobleme übergehen können, muß noch ein Sonderfall untersucht werden.

Ein Konzern will ein Unternehmen erwerben und kann den Preis unter den objektiven Wert handeln bzw. ist in der Lage, einen Preis zu diktieren, der dann sehr wahrscheinlich ebenfalls unter dem objektiven Wert liegen wird.

Übrigens zeigt sich auch hier die Bedeutung des objektiven Wertes als Richtschnur der Entscheidungen.

Wenn es nun nach dem Willen der Konzernleitung möglich ist, den objektiven Wert als Obergrenze festzusetzen, so entsteht durch jeden

unter diesem Wert vereinbarten Kaufpreis ohnehin ein Gewinn für den Konzern. Aus diesem Grunde ist es uninteressant, die speziellen Erfolgsvorteile als Folge der Eingliederung auch noch genau zu ermitteln, weil der Konzern für sie kein Entgelt zu zahlen braucht.

Wenn auch in der Hauptsache die Geschäftspolitik der Unterbietung und des Preisdiktates von den Finanzkonzernen betrieben wird, so ist sie bei produktionswirtschaftlichen Konzernen ebenfalls nicht selten.

C. Wertungsprobleme für den Konzern im Falle der Forderung eines den objektiven Wert übersteigenden Preises

I. Der objektive Wert der aufzukaufenden Unternehmung

1. Wie wir gesehen haben, muß eine Konzernleitung, bevor sie die erwarteten Erfolgsvorteile der Eingliederung ermitteln kann, den objektiven Wert des zu erwerbenden Unternehmens feststellen lassen. Dies geschieht auf dem Wege, den die früheren Darlegungen gezeigt haben.

2 a. Da in unserer Methode der Ertragswert die Hauptrolle spielt, ist es hinsichtlich des zu ermittelnden Wertes der zu erwerbenden Unternehmung auch wichtig zu untersuchen, ob sie vielleicht durch die Eingliederung ertragsintensiver wird.

Ist das der Fall, so hat das Unternehmen nach der Eingliederung einen objektiven Wert, der um diese Ertragssteigerung höher liegt als der, den der Prüfer in der Annahme der weiteren Selbständigkeit und damit der gleichbleibenden Ertragsstruktur festgestellt hat.

Man könnte jetzt zwar argumentieren, daß eine derartige Wertsteigerung nur die Folge des speziellen Falles der Eingliederung sei.

Dem ist aber entgegenzuhalten, daß diese Steigerung hierdurch zwar ausgelöst werden kann, aber wenn es die Struktur des betreffenden Unternehmens nicht zuläßt, nicht einzutreten braucht. Allerdings muß hierzu einschränkend gesagt werden, daß auch die zukünftige Stellung im Konzernverband, die ja ein subjektives Element darstellt, von Einfluß ist. Aus diesem Grunde konnten solche Wertsteigerungen auch nicht sofort bei der allgemeinen Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.

Von den später zu behandelnden Erfolgsvorteilen der Eingliederung, die dem Gesamtkonzern zugute kommen, sind sie aber getrennt zu untersuchen, da diese Ertragssteigerung nur dem aufgekauften Unternehmen zufällt.

Anschließend muß geprüft werden, auf welche Weise und in welcher Höhe solche Steigerungen auftreten.

Der einzige aus der Struktur kommende wichtige Wertsteigerungsgrund ist der Fall der Unterkapazität. Neubert (1) weist darauf hin, daß in dem zu erwerbenden Unternehmen Unterkapazitäten vorhanden sein können, die in einer bestimmten Marktlage als permanent angesehen werden müssen. Unter gewissen Voraussetzungen, z.B. Übernahme eines Teiles der Produktion durch Konzernmitglieder, lassen sich die erwähnten Unterkapazitäten durch die Eingliederung aufheben.

Um festzustellen, wie weit das möglich ist, müssen als erstes zwei Fragen geklärt werden:

1. Welche Größe und welche Ursachen hat die Unterkapazität?
2. Kann man sie beheben, und welche Voraussetzungen müssen hierfür vorhanden sein?

(1) Neubert, H.: "Die Bewertung von Industrieunternehmungen bei Abweichungen zwischen Substanzwert und Ertragswert, Dissertation Frankfurt 1950, S. 90

Diese Fragen sind aber nur dann von Wichtigkeit, wenn die Konzernleitung überhaupt willens ist, die Unterkapazität zu beseitigen. Plant man z. B., den Betrieb nur aufzukaufen, um ihn stillzulegen, so brauchen die Wertsteigerungsmöglichkeiten gar nicht erst analysiert zu werden, da ihre Realisierung von vornherein entfällt.

Als weitere wichtige Voraussetzung kann die Preisverrechnung der an andere Konzernmitglieder gelieferten Erzeugnisse auf Grund von Marktpreisen angesehen werden.

Allein hierdurch wird gewährleistet, daß die Kostenersparnisse durch Kapazitätsausnutzung dem betreffenden Betrieb selbst zugute kommen und seinen Wert steigern. Würden dagegen Verrechnungspreise auf Selbstkostenbasis eingeführt werden, so entstünden zwar auch diese Ersparnisse, würden aber durch die Selbstkostenpreise den anderen Konzernbetrieben weitergegeben.

Daher kann ihr Wert auch nicht dem betreffenden Unternehmen gutgeschrieben werden, da es selbst keinen höheren Gewinn aufweist. und es schwer ist festzustellen, ob diese Kostensenkungen auch wirklich eintraten oder durch andere nicht erfaßbare Einflüsse ausblieben. Aus diesem Grund erscheint es ratsamer, auf einen Wertsteigerungsan.atz zu verzichten.

Bei Verrechnungspreisen auf Kostendeckungsbasis haben wir also einen Grenzfall vor uns, der schon eine Brücke zu den Erfolgsvorteilen im Konzern schlägt. Aus praktischen Erwägungen wollen wir ihn auch dort behandeln.

Anschließend soll geprüft werden, welche Ursachen und welchen Umfang eine Unterkapazitätsausnutzung im zu erwerbenden Unternehmen hat, wenn die Möglichkeit der Beseitigung der Unterkapazität und die Feststellung ihrer Folgen erreichbar ist.

Die Konzernleitung muß als erstes untersuchen lassen, wieviele Kapazitäten unausgenutzt sind.

Das geschieht durch Vergleich der tatsächlichen Produktion mit der möglichen. In diesem Zusammenhang treten zwei verschiedene Kapazitätsbegriffe auf: die technische und die wirtschaftliche Kapazität.

Der beauftragte Prüfer hat zuerst die technische Maximalkapazität zu errechnen. Vergleicht er diese mit der tatsächlichen, so bekommt er die Größe der technischen Unterkapazität. Von der Konzernführung gewünscht wird aber die auf den Ertrag durch progressive Kostensteigerung wirkende Unterbeschäftigung, die mit der Maximalkapazität allein nicht bestimmbar ist.

Aus diesem Grunde muß eine Kostenanalyse bei verschiedenen Beschäftigungsgraden vorgenommen werden. Auch hier zeigt sich die Bedeutung, die eine Plankostenrechnung haben kann, denn sie hat ja die gleichen Probleme zu lösen.

Die Untersuchung zeigt dann, bei welcher Produktionshöhe die niedrigsten Gesamtkosten auftreten. Hiermit ist die optimale Beschäftigung bestimmt. Die Größe der wirtschaftlichen Unterkapazität ergibt sich aus der Differenz zwischen diesem Beschäftigungsgrad und der tatsächlichen Produktion.

Unsere Untersuchung zeigt auch, wie hoch Kostenersparnisse sein können, selbst dann, wenn durch die Eingliederung die Optimalbeschäftigung nicht erreicht wird. Man braucht nur in der Skala der analysierten Beschäftigungsgrade den erreichbaren herauszusuchen und die dort aufgezeigte Kostenhöhe mit der tatsächlichen vor der Eingliederung aufgetretenen zu vergleichen.

Die sich so ergebende Kosteneinsparung ist noch zu den Umorganisationskosten zu setzen, um die echte Ertragssteigerung zu erhalten. Bei den Organisationskosten handelt es sich um den Aufwand, der erst durch Abstimmung mit gewissen und nur diesen Konzerngegebenheiten die Kosteneinsparung ermöglicht.

Diese Aufwendungen sind aber nicht mit den später zu behandelnden Kosten identisch, die anfallen, wenn das Unternehmen den allgemeinen Konzernbedürfnissen angepaßt wird.

Die eben durchgeführten Untersuchungen führen aber nur dann zu einer Steigerung des objektiven Wertes, wenn die Ursache der Unterkapazität in einer gegebenen Marktlage zu suchen ist.

Liegt dagegen der Grund in fehlerhafter Unternehmerdisposition oder sonstigen betriebsinternen Ursachen, die bei richtigem Verhalten der Betriebsführung auch ohne Eingliederung in den Konzern behoben werden können, so ist die Beseitigung der Unterkapazität nicht als ertragssteigernder Vorteil zu bewerten. Diese Möglichkeiten sind ja schon durch die Ermittlung des normalen Ertrages im Rahmen der objektiven Unternehmensbewertung erfaßt worden.

Als Folge der Eingliederung in das Konzerngefüge kann es vorkommen, daß die Erzeugnisse des Unternehmens ausschließlich von Konzernmitgliedern übernommen werden. Hierdurch wird eine eigene Vertriebsorganisation überflüssig. Die auf diese Weise dauernd gesparten Kosten erhöhen den nachhaltigen Gewinn und steigern damit den Wert des Unternehmens.

Da das aber nur durch den Spezialfall der Eingliederung möglich ist, kann von einer Steigerung des objektiven Wertes nicht gesprochen werden.

Dieser Grenzfall wird am besten ebenfalls, wenn auch mit größerer Berechtigung als obiger, bei der Behandlung der zu erwartenden Erfolgsvorteile im Gesamtkonzern behandelt.

Am zweckmäßigsten geschieht das bei der Betrachtung der Vorteile nur einer Vertriebsorganisation im Konzern und der damit verbundenen Kostenersparnisse.

b. Sollen nun Veränderungen im Wert eines Betriebes, der von einem Konzernverband in einen anderen wechselt, festgestellt werden, so treten beträchtlich mehr Ermittlungsschwierigkeiten auf, als wenn ein selbständiges Unternehmen in den Konzern eingliedert wird.

Beim Wechsel von einem Konzern in den anderen sind drei Bewertungsstufen zu unterscheiden.

1. Die Bewertung auf Grund derzeitiger Verhältnisse, d. h. mit Berücksichtigung der Gegebenheiten im alten Konzernverband.
2. Berechnung der Veränderungen des Wertes, die sich ergeben, wenn das Unternehmen aus dem Verband ausgegliedert wird und selbständig weiter arbeiten würde. Es steht damit erst auf der Stufe, die früher unser Ausgangspunkt war.
3. Ermittlung der Wertänderungen, die durch die Eingliederung in den neuen Konzern entstehen.

Die letzte Bewertung braucht aber in diesem Rahmen nicht durchgeführt zu werden, da die hier zu lösenden Probleme die gleichen sind wie die im vorigen Kapitel behandelten.

Im Mittelpunkt der jetzigen Untersuchungen steht die Bewertung der zweiten Stufe, bei der die Wertänderungen festgestellt werden, die sich durch die Ausgliederung aus dem bisherigen Konzernverband ergeben.

Das ist aber oft mit großen Schwierigkeiten verbunden, Z. B. kann ein Prüfer kaum ein Unternehmen nach Marktgesichtspunkten bewerten, das so in den Konzern eingeflochten ist, daß weder die Kostenverhältnisse noch die Erträge herauszukristallisieren sind. Hier würden sogar Schwierigkeiten bei der Wertermittlung der 1. Stufe auftreten. Dem betreffenden Unternehmen können ja von den anderen Konzernbetrieben Güter oder Dienstleistungen zu einem Entgelt überlassen worden sein, das niemals marktgerecht ist. Umgekehrt gilt

das Gleiche für die an andere Konzernmitglieder abgegebenen Leistungen.

Will nun der Prüfer das Unternehmen nach Marktgesichtspunkten bewerten, so bleibt ihm bei einer derartigen Verflechtung nichts weiter übrig, als die Rechnungsunterlagen selbst herzustellen. Das ist aber mit einem großen Arbeitsaufwand verbunden. Hierdurch entstehen aber Kosten, die im Verhältnis zum Wert des Objektes selten gerechtfertigt sind. Daher ist es in solchen Fällen angebracht, die erste und die zweite Bewertungsstufe zusammenzufassen, so daß die Rechnungsunterlagen des Unternehmens verwandt werden können. Allerdings lassen sich dann Schätzungen, welche die zweite Stufe betreffen, nicht ganz vermeiden.

Am schwierigsten sind die Fälle zu bewerten, wo kein organischer Betrieb ausgegliedert wird, sondern ein Teilwerk, das aus bestimmten Gründen rechtlich verselbständigt wurde. Die Problematik, die auftreten kann, kennzeichnet Lutz (1) mit den Worten: "Oder die eine Untergesellschaft ist in ihrem Aufbau derart streng auf die Bedürfnisse des Konzerns ausgerichtet worden, daß ihre Verwendung für konzernfremde Zwecke praktisch überhaupt nicht in Frage käme."

Mit dieser Aussage will Lutz aber wahrscheinlich nicht ausdrücken, daß die Unverwendbarkeit absolut ist, sondern nur, daß sie ohne umfassende Umgestaltung des Unternehmens bestehen bleibt.

Die Frage, ob bei dem auszugliedernden Betrieb ein organisches Ganzes vorliegt oder ein allein nicht lebensfähiges Teilwerk, ist sowohl für die Bearbeitung der ersten als auch der zweiten Bewertungsstufe wichtig.

Diese beiden Fälle der Ausgliederung sollen in unserer Betrachtung getrennt behandelt werden.

(1) zit. Lutz, B.: a.a.O., S. 60/61

Der Hauptunterschied bei der Bewertung aus Marktsicht liegt darin, daß in der Regel der Aufwand, der gemacht werden muß, um eine organische Konzernunternehmung auf Marktverhältnisse umzustellen, geringer ist als der bei einem unorganischen Teilwerk. Dies kommt vor allem durch die notwendigerweise engere Konzernverflechtung bei letzterem.

Solche unharmonischen Teilwerke basieren oft auf einer gemeinsamen Gründung verschiedener Konzernunternehmen, die einen bestimmten Bedarf decken wollten. Hierdurch kann es vorkommen, daß einige Produktionsstätten nicht in den betreffenden Betriebsrahmen gehören, überdimensioniert sind und leistungsmäßig zu anderen Unternehmen gehören.

Mellerowicz (1) bringt zu diesem Punkt ein instruktives Beispiel:

Das Unternehmen, eine solche Konzerngründung, wurde aus Bedarfsgründen gebaut, wobei wegen der Kriegswirkungen Wirtschaftlichkeits-erwägungen keine Rolle spielten. Nach dem Kriege wurde der Konzern entflochten und das noch nicht voll ausgebaute Werk verselbständigt, das natürlich unrentabel bleiben mußte. Gerade in diesem Fall fehlte das Kapital, um es auf Marktverhältnisse umzustellen.

Hier sind die Negativa der Konzernverbundenheit durch die Selbständigkeit frühzeitig herausgekommen und konnten sofort bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden. Wäre aber der Betrieb noch nicht verselbständigt worden, so hätte man wahrscheinlich einen höheren Wert errechnet. Dieser wäre aber objektiv nicht gerechtfertigt gewesen, da von ihm die nötigen Umstellungskosten abzuziehen sind, die in der Hauptsache durch die notwendige Abrundung verursacht werden.

(1) Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes", a. a. O. S. 156 ff.

Ihr wollen wir uns jetzt zuwenden. Die anderen Aufwendungen und Erträge, die durch den Wegfall bzw. das Hinzutreten bestimmter Kosten- und Ertragsvorteile entstehen, sind die gleichen wie bei den auszugliedernden organischen Unternehmen und werden dort mit behandelt.

Wenn auch eine bestimmte Abrundung wegen der Unterschiedlichkeit in der Struktur der Unternehmen kaum festzulegen ist, so können vielleicht doch einige Hinweise gegeben werden.

Als erstes muß man die Bildung von geschlossenen Leistungseinheiten anstreben. Das bedeutet, ohne weitere fertigungstechnische Einflußnahme anderer Betriebe, ein Produkt wenigstens eine Fertigungsstufe weiterzubringen bzw. einen Rohstoff verkaufsfertig aufzubereiten.

Oft reicht aber die Fertigung einer Stufe nicht aus, da ein Halbfabrikat produziert wird, das preislich sehr schlecht liegt. Um rentabel zu arbeiten, muß dieses noch weiter aufbereitet werden. Hierzu braucht man dann meist neue Anlagen, deren Anschaffungskosten in unserem Sinne Umstellungsaufwendungen darstellen. Im Beispiel von Mellerowicz (1) wäre das die neue Hydratanlage.

Wichtig ist auch eine Untersuchung der Absatzverhältnisse. Das Ergebnis dieser Analyse muß zeigen, ob zur Abrundung im Fall einer Überdimensionierung Investitionen durchgeführt werden sollen oder ob ein Abbau gewisser Kapazitäten vorzunehmen ist. Allerdings sind mit letzterem meistens beträchtliche Kapitalverluste verbunden, da die überflüssigen Sachwerte allenfalls zum Liquidationswert veräußert werden können, wenn überhaupt.

Oft spielt auch der Energiebezug bei der Teilwerkeberechnung eine große Rolle. Es kann vorkommen, daß ein Werk von konzerneigenen

(1) Mellerowicz, K.: a.a.O., S. 159/60

Kraftwerken Strom bezieht oder Dampfkraft aus einer Konzernanlage. Diese Verbindung fällt bei der Ausgliederung fort und muß durch teurere Verträge mit anderen Unternehmen ersetzt werden.

Schwieriger ist aber der umgekehrte Fall. Zum Beispiel war einem Betrieb ein Kraftwerk angegliedert oder noch ungünstiger eine Dampf-anlage, die außer dem eigenen Bedarf auch noch den verschiedener Konzernunternehmen deckte. Mit der Ausgliederung entfallen diese Abnehmer. Die Dampf-anlage wird wahrscheinlich total unwirtschaftlich, da sie aus technischen Gründen nur dem Konzern Energie liefern kann, während man beim Kraftwerk noch den Ausweg hat, es unter seinem Wert zu veräußern oder aber mit Dritten Abnahmeverträge zu schließen. Letzteres ist oft aber auch nur unter ungünstigen Bedingungen möglich.

Die durch derartige Umstände auftretenden wertmäßigen Nachteile sind als Umstellungskosten anzusetzen.

In diesem Rahmen konnten zwar nur einige der möglichen Abrundungs-notwendigkeiten gezeigt werden, aber wohl doch die grundsätzlichen, die die Problematik der Teilwerkebewertung demonstrieren.

Bei der Bewertung organischer Konzernunternehmen sind solche umfangreichen Umstellungen nicht nötig, so daß auch das Ergebnis der ersten Bewertungsstufe nicht sehr stark von dem der zweiten abweicht. Eine gewisse Wertverschiebung ist aber doch zu verzeichnen.

Um sie festzustellen, müssen die Rohstoffkosten analysiert werden, die entstehen, wenn das Unternehmen Leistungen anderer Konzernbetriebe abnimmt. Der Aufwand hierfür ist entweder zu niedrig, da die Güter vielleicht zu Selbstkosten abgegeben wurden, oder durch einen überhöhten Gewinnaufschlag zu hoch.

Der Sachverständige hat deshalb die Kostenechtheit festzustellen, d. h. die übernommenen Leistungen richtig nach Marktgesichtspunkten zu bewerten.

Die drei maßgeblichen Werte (Bewertung vor der Ausgliederung, in der Zwischenzeit und nach der Eingliederung) sind nahezu identisch, wenn das betreffende Unternehmen seine Produkte nur auf dem Markt verkauft.

In diesem Fall bedarf es bei der Ausgliederung keiner nennenswerten Berücksichtigung für Ausfälle an Kosten- oder Ertragsvorteilen, und die Umsätze bleiben wahrscheinlich ebenfalls konstant.

Ertragsnachteile treten dagegen dort am stärksten auf, wo das Unternehmen seine Leistungen zu Selbstkostenpreisen an andere Konzernmitglieder abgeben mußte. Sind aber marktgerechte Preise im Konzern üblich, so braucht nur die Umsatzstabilität untersucht zu werden, falls bisher alle Produkte von anderen Konzernmitgliedern aufgenommen wurden und deshalb nach der Ausgliederung im Markt untergebracht werden müssen. Bei bisher ausschließlicher Lieferung an Konzernmitglieder hat man die Kosten der Neuerrichtung einer Vertriebsorganisation in Ansatz zu bringen. Hiervon kann abgesehen werden, wenn die Produktion vom neuen Konzern aufgenommen wird.

Am interessantesten gestaltet sich aber die Untersuchung der Fälle, bei denen die betreffende Unternehmung für Markt und Konzern gearbeitet hat. Hier sind die verschiedensten Kombinationen und damit Änderungen im Wertansatz möglich.

Bei Abgabe der Leistungen an Konzern und außenstehende Betriebe zu Marktpreisen wird der Wert unverändert bleiben. Eine Ausnahme läge nur dann vor, wenn die Konzernmitglieder bisher einen solchen Teil der Produktion abgenommen haben, daß für den Umsatzausfall kein Ersatz beschafft werden kann.

Wird zu Selbstkosten an Konzern und Markt verkauft, so ergibt sich ein zu niedriger Wert.

Das geschieht nur dann nicht, wenn sich die derzeitige Umsatzhöhe allein durch das Dumping halten läßt, das durch den Verkauf zu Selbstkosten entsteht.

Die wahrscheinlichste Maßnahme der Verkaufspolitik einer Konzernunternehmung wird aber die Vornahme eines Preissplitting sein, und zwar in der Form, daß an Konzernmitglieder zu Selbstkosten geliefert wird und an den Markt zu Marktpreisen. Der Wert der Unternehmung wäre hier um den nicht erhaltenen Gewinnaufschlag des Konzernanteils zu niedrig, allerdings nur dann, wenn im Falle der Ausgliederung der dann fehlende Abnehmer durch den Markt oder den neuen Konzernverband ersetzt wird.

II. Möglichkeiten einer Gewinnsteigerung im Konzern durch den Aufkauf eines Unternehmens

1. Erfolgsvorteile durch Kostenersparnisse

Im vorigen Kapitel haben wir untersucht, ob die Eingliederung in einen Konzern bei der betreffenden Unternehmung zu einer Steigerung des objektiven Wertes führen kann. Es wurde festgestellt, daß dies unter gewissen Umständen möglich ist. Die wichtigste Voraussetzung hierbei war die Möglichkeit einer Werterhöhung durch Ertragssteigerung ohne Umorganisation im neuen Konzernunternehmen, und zwar durch Ausnutzung bestimmter Unterkapazitäten, wobei die Ertragssteigerung nur dem neuen Konzernmitglied zugutekommt.

In den folgenden Ausführungen soll untersucht werden, inwieweit sich der Gesamtgewinn des Konzerns durch die Eingliederung steigern läßt.

Das kann einmal durch eine weitere Ertragserhöhung im neuen Konzernunternehmen möglich sein, zum anderen durch Gewinnsteigerung bei den alten Konzernmitgliedern.

Bevor wir aber auf die sich hier stellenden Probleme näher eingehen können, muß noch eine grundsätzliche Voraussetzung gemacht werden.

Im Rahmen unserer Betrachtungen wollen wir annehmen, daß alle Konzernbetriebe technisch und wirtschaftlich aufeinander abgestimmt sind. Das gilt besonders für gegenseitige Lieferungen und deren Entgelt.

Gibt z. B. ein Konzernbetrieb seine Leistungen zu einem zu hohen Preis an andere ab, um durch einen großen Gewinn seine Bedeutung im Konzernverband zu unterstreichen, so führt das zu einem falschen Bild über die ökonomische Struktur der einzelnen Konzernunternehmen. Eine weitere Folge könnte das Sinken des gesamten Konzerngewinnes sein.

Die Konzernmitglieder würden durch die Abnahme der teuren Vorleistungen ein zu schlechtes Ertragsbild erhalten und vermeiden dies durch den Kauf von Gütern im Markt, falls diese billiger sind. In diesem Fall würden die dort aufgeschlagenen Gewinnsätze den Gesamtgewinn des Konzerns schmälern.

a. Im folgenden ist als erstes zu untersuchen, ob durch die Eingliederung auf dem Wege der Gewinnerhöhung im neuen Unternehmen der Ertrag des Konzerns gesteigert werden kann.

Um keine Mißverständnisse aufkommen zu lassen, muß noch der Unterschied geklärt werden, der zwischen dieser Gewinnerhöhungsmöglichkeit und der besteht, die zu einer Steigerung des objektiven Wertes bei der zu erwerbenden Unternehmung führt.

In letzterem Falle kann der Gewinn durch Ausnutzung gewisser Unterkapazitäten gesteigert werden, ohne daß eine Umorganisation des Betriebes nötig ist. Die Eingliederung ersetzt gewissermaßen eine günstigere Marktlage, die man in nächster Zeit nicht erwarten kann.

Die jetzt zu behandelnden Ertragserhöhungen beruhen ausschließlich auf der Eingliederung. Sie können nur durch gewisse Umstellungen im Betrieb und durch das Vorhandensein bestimmter Verhältnisse im Konzern erreicht werden. Der Unterschied zu der anderen Gewinnerhöhungsart zeigt sich darin, daß im Falle der weiteren Selbständig-

keit eine günstigere Absatzlage auf dem Markt keine Gewinnerhöhung bewirkt. Die Marktverhältnisse können hier also nicht die Vorteile der Eingliederung ersetzen. Allerdings sind gerade hier Grenzfälle nicht selten, bei denen es schwierig zu entscheiden ist, welcher Kategorie von Gewinnerhöhungen sie angehören.

Die Senkung der Herstellungskosten kann wohl als die wichtigste Möglichkeit der Ertragssteigerung im neuen Konzernunternehmen angesprochen werden.

Dies geschieht einmal durch niedrigere Aufwendungen für den Einkauf von Rohstoffen, zum anderen durch Kostendegression bei Massenanfertigung oder durch Wegfall bestimmter Stillstands- oder Leerkosten bei Serien- und Reihenfertigung.

Das betreffende Unternehmen mußte sich z. B. solange es für den Markt arbeitete, auf Auftragsfertigung beschränken. Nach der Eingliederung und dem daraus folgenden Absatz an andere Konzernbetriebe ist es vielleicht möglich, von der kostspieligen Einzelfertigung zur Produktion von Kleinserien überzugehen oder diese durch Großserien bzw. sogar durch Massenfertigung zu ersetzen.

Auf diese Weise ergeben sich Kostenersparnisse in der Produktion und in der Planung. Das gilt vor allem auch für die kostenmäßig stark belastete Offertenausarbeitung, falls bisher Einzelfertigung vorlag.

In der Produktion fallen hauptsächlich die Stillstands- oder Leerkosten weg, beim Übergang zur Massenfertigung zusätzlich der Aufwand für die spezielle Arbeitsvorbereitung. Diese hat bekanntlich die einzelnen Aufträge termingerecht in den Fertigungsablauf einzureihen, um keine Leerläufe im Prozeß entstehen zu lassen, d. h. den Betrieb immer auszulasten. Arbeitsvorbereitung als Dauereinrichtung wird aber überflüssig, wenn ihre Aufgaben durch die Massenfertigung automatisch gelöst werden.

Leerkosten bilden sich nicht nur bei schlechter Arbeitsvorbereitung, sondern auch bei Wechsel der Serien, da meistens die Maschinen anders eingestellt werden müssen. Je kleiner die Serien sind, desto häufiger ist ein solcher Wechsel und desto mehr treten seine Kosten in den Vordergrund.

Derartige Kostenersparnisse durch Wegfall von Kleinserien, der Arbeitsvorbereitung usw., deren Höhe in jeder guten Fertigungsplanung und Kostenrechnung leicht feststellbar ist, werden durch die Ersparnisse der Kostendegression ergänzt, die durch die Massenfertigung auftreten können. Auch diese Kostensenkung kann man, wenn auch etwas umständlicher, durch die Analyse der Kosten der verschiedenen Beschäftigungsgrade ermitteln.

Die Gewinnlage der neuen Konzernunternehmung kann also nach der Eingliederung durch die regelmäßigen Aufträge und den dadurch veranlaßten Gleichlauf in der Fertigung stark verbessert werden, vor allem auch, wenn eine gute Terminabgrenzung vorliegt.

Allerdings sind von den erwarteten Kostenvorteilen bestimmte Aufwendungen abzusetzen, ohne die deren Erzielung nicht möglich gewesen wäre.

Als erste sind die Umorganisationskosten zu nennen, die bei der Umstellung von einer Fertigungsart auf die andere entstehen. Sie brauchen aber nicht aufzutreten, da z. B. beim Übergang von Kleinserien zu Mittelserien gleicher Art oft nur der Betrieb verschieden ausgelastet wird.

Wichtig ist auch noch die Berücksichtigung der Kosten, die man aufwenden muß, um z. B. die normen- und qualitätsmäßigen Anforderungen der Konzernabnehmer zu befriedigen. In der Hauptsache sind es gewisse Umstellungskosten und Aufwendungen für bestimmte Entwicklungsarbeiten.

Der billigere Bezug von Rohstoffen kann verschiedene Ursachen haben.

Bei dieser Untersuchung braucht uns der Fall des Bezugs zu Selbstkosten nicht zu interessieren. Dem Mehrgewinn im neuen Unternehmen stände eine Gewinnminderung bei den anderen Konzernmitgliedern gegenüber, so daß der Gesamtgewinn im Konzern konstant bliebe.

Es ist aber auch möglich, daß das neue Unternehmen früher seine Rohstoffe aus anderen Bereichen bezog und durch den Kauf bei Konzernunternehmen dort bestehende Überkapazitäten ausfüllt. Hierdurch würden diese Kostensenkungen auf Grund größerer Stückzahlproduktion zu verzeichnen haben; außerdem könnten die eben behandelten Folgen in der Kostenentwicklung der neuen Unternehmung eintreten. Vorausgesetzt wird natürlich, daß sich die alten Konzernbetriebe nicht in der Zone der Überbeschäftigung befinden.

Der Gewinnvorteil, der durch diese Kostensenkungen entsteht, käme aber dem neuen Unternehmen nur dann zugute, wenn sie ihm in Form niedrigerer Rohstoffpreise weitergegeben werden, denn sonst würde sich der Gewinn in den Vorbetrieben erhöhen. Auf alle Fälle findet aber eine Steigerung des gesamten Konzerngewinnes statt.

Eine weitere Verbilligung kann auftreten, wenn das neue Unternehmen die Abfallprodukte anderer Konzernbetriebe als Rohstoffe verwendet. Nicht verwertbare Abfälle verursachen Kosten. Werden die Abfälle an den neuen Betrieb weitergegeben, so tritt selbst im Falle einer kostenlosen Lieferung eine doppelte positive Wirkung ein: erstens würden die anderen Konzernbetriebe ihre Gesamtkosten durch den Wegfall der Abfallbeseitigung senken können, zweitens aber würde die Rohstoffbasis des neuen Betriebes sehr billig, so daß dieser seinen Ertrag steigern kann.

Oft ist allerdings aber der Aufwand, der durch die Umstellung oder gerade die Einstellung auf ein bestimmtes Abfallprodukt verursacht wird, sehr hoch, so daß sich im ganzen gesehen häufig keine Ertragssteigerung ergibt.

Als letzte der wichtigeren Gewinnerhöhungsmöglichkeiten für den einzugliedernden Betrieb wäre noch der Vorteil der Mitbenutzung von konzerneigenen Gemeinschaftseinrichtungen zu erwähnen.

Das Unternehmen muß z. B. zwar einen Beitrag zur Erhaltung von gemeinsamen Reparaturbetrieben oder Forschungsabteilungen leisten, aber dieser liegt wohl doch niedriger, als der von einer eigenen Reparaturwerkstätte verursachte Aufwand.

Der Unterhalt von Forschungsstätten wird in der Regel nur beim gemeinsamen Vorgehen mehrerer Unternehmen rentabel sein.

Edwards (1) weist noch auf die Bedeutung der "staff men" hin. Diese wissenschaftlichen Stäbe haben die Aufgabe, die technische und wirtschaftliche Organisation in Betrieb und Rechnungswesen zu überprüfen. Hier läßt es sich aber schwer feststellen, welche Kosteneinsparungen auf ihr Wirken zurückzuführen sind.

Dies ist höchstens indirekt möglich, und zwar durch Vergleich der Ertragslage vor der Eingliederung zuzüglich anderer Eingliederungsvorteile und der Erträge nach der Einfügung in den Konzernverband. Diese Methode ist aber einmal doch sehr unsicher, zum anderen auch erst nach der Eingliederung durchführbar, für uns also ohne großen Wert. Aus diesem Grund muß von einer Bewertung derartiger Vorteile abgesehen werden.

In den vorangegangenen Ausführungen wurden die Möglichkeiten einer Ertragssteigerung im neuen Konzernunternehmen besprochen, in den folgenden dagegen soll auf die Gewinnerhöhungschancen eingegangen werden, die sich durch die Eingliederung für andere Konzernmitglieder ergeben.

Nach dem Erwerb einer Unternehmung werden nur in den seltensten Fällen alle Konzernbetriebe nachhaltige Gewinnsteigerungen verzeichnen können, da sich die Eingliederung kaum auf mehr als zwei oder drei Unternehmen auswirken wird. Im Interesse des Gesamtkonzern-

(1) R. S. Edwards: "Cooperative Industrial Research" London 1950, S. 16

gewinnes genügt es auch vollkommen, wenn sich der Ertrag nur eines oder einiger Mitglieder erhöht.

Das Hauptaugenmerk von Wissenschaft und Praxis lag bisher auf der Beobachtung der Kosten in einer Unterbeschäftigung. Die Kostenentwicklung in einer Überbeschäftigung dagegen rückte erst in den letzten Jahren in den Mittelpunkt des Interesses.

Es kann vorkommen, daß in einem oder mehreren Konzernbetrieben eine Überbeschäftigung besteht, die durch unerwartete Nachfragesteigerungen verursacht wurde. Ihre Hauptkennzeichen sind Mehrschichtenbetrieb und Überstunden.

Um den oft fest umrissenen Kundenstamm oder einen bestimmten Marktanteil zu behalten, müssen die negativen Folgen der Überbeschäftigung in Form von Kostensteigerungen in Kauf genommen werden. Diese können die Einnahmesteigerungen kompensieren, wenn nicht sogar überkompensieren.

Die betreffenden Betriebe stehen also schon jenseits des maximalen Nutzenpunktes der Kostenkurve, wo mit zunehmendem Ausstoß der Gesamtgewinn abnimmt.

Ist nun das neue Konzernunternehmen in der Lage, den Teil der Produktion zu übernehmen, der die Überbeschäftigung verursacht, so können die alten Betriebe wieder zu den kostengünstigsten Bedingungen produzieren. Wird in dem neu zu erwerbenden Unternehmen auch noch eine bestehende Unterbeschäftigung beseitigt, so tritt eine doppelte Ertragssteigerung ein.

Die Höhe der Kostenersparnisse bei den beteiligten Unternehmen läßt sich auch in diesem Fall wieder an Hand der Analyse der Kosten bei den verschiedenen Beschäftigungsgraden errechnen. Allerdings sind von diesen Ersparnissen gewisse Umstellungs- und Ausbaurkosten abzusetzen, die für das neue Unternehmen aufgewandt werden müssen. Die Höhe dieser Kosten ist aber wegen der Unterschiedlichkeit in der Struktur der betreffenden Unternehmen generell nicht bestimmbar.

Nur dann sind solche Kosten nicht anzusetzen, wenn im neuen Konzernbetrieb einerseits eine Unterkapazität besteht und andererseits eine Fertigung, die technisch und qualitätsmäßig die gleichen Erzeugnisse hervorbringt, wie sie die alten Konzernunternehmen liefern.

Weitere Kostenvorteile für Konzernmitglieder können sich ergeben, wenn sie Abnehmer der von dem neuen Unternehmen produzierten Leistungen sind. Krähe (1) sagt hierüber: "Im vertikalen Konzern hat die Zusammenfassung von Werken nacheinander geschalteter Produktionsstufen das Ziel, die Belieferung eines Werkes mit Vormaterialien in ausreichenden Mengen, in den notwendigen Sorten und zu den erforderlichen Terminen zu sichern und damit eine kontinuierliche Produktion zu gewährleisten, d.h. Leerlaufs- und Stillstandskosten zu vermeiden."

Damit betont auch Krähe die Bedeutung einer gleichlaufenden Fertigung. Die auftretenden Kostenvorteile sind in diesem Rahmen nicht immer exakt ermittelbar. Außer der bisherigen Fertigungsstruktur spielen ja auch die bisherigen Beschaffungsverhältnisse eine große Rolle, deren Einfluß so verschieden sein kann, daß er in einer theoretischen Abhandlung nicht zu erfassen ist.

Um aber wenigstens die zu erwartenden Kostenersparnisse im großen und ganzen zu ermitteln, müssen wir einmal die Kostenvorteile der gleichlaufenden Fertigung feststellen, zum anderen die Höhe des Beschaffungsrisikos und die wahrscheinlichen Lagerkosten für Rohstoffe.

Um die Lagerkosten zu erhalten, gehen wir von den bisherigen Aufwendungen aus und untersuchen die Kostenentwicklung bei sich änderndem Lagerbestand. Hierdurch ist dann auch der Aufwand für die zukünftige Lagerhaltung zu ermitteln.

(1) zit. Krähe: a.a.O., S. 13

Die Höhe des Beschaffungsrisikos erhalten wir aus der Differenz der Lagerbestände an Rohstoffen vor der Eingliederung und derjenigen nach dem Erwerb durch den Konzern. Das Beschaffungsrisiko liegt darin, daß es ungewiß ist, ob überhaupt und ob zur richtigen Zeit die Rohstoffe bezogen werden können, um den Gleichlauf der Fertigung zu erreichen und zu halten.

Sehr oft kommt es vor, daß ein Konzern einen Vorleistungsbetrieb kauft, um sich in ausreichenden Mengen Rohstoffe ganz bestimmter, häufig in dieser Art einmaliger Qualitäten zu sichern. Z.B. erwerben Hüttenwerke bestimmte Gruben, um die ihnen am meisten zusagende Kohle zu erhalten. Zwei Arten von Kostenersparnissen können in diesem Fall auftreten: erstens solche, die sich durch niedrigere Ankaufspreise ergeben; Güter bestimmter oder zumindest ähnlicher Qualität lassen sich in ausreichenden Mengen oft nur unter Hinnahme von Preisauzuschlägen erwerben. Wir nehmen an, daß das neue Konzernunternehmen vor dem Ankauf noch andere feste Kunden hatte und den Konzern nur teilweise belieferte.

Zweitens Ersparnisse, die sich aus dem Wegfall von Kosten ergeben, die aufgewandt werden mußten, um die Nachteile der qualitätsmäßig schlechteren Substitutsrohstoffe auszugleichen.

Im Mittelpunkt der Analyse der im neuen und in den alten Konzernbetrieben nach der Eingliederung auftretenden Kosten stand die Frage nach der Möglichkeit einer Kostensenkung durch regelmäßigen Absatz. Dieser kann bekanntlich einen kostenmäßig günstigen Gleichlauf in der Fertigung zur Folge haben.

Wie wir sahen, ist es am wahrscheinlichsten, daß nach der Eingliederung nur wenige der alten Konzernunternehmen Gewinnsteigerungen erzielen können. Nun muß man untersuchen, ob diese Gewinnerhöhungen bei den alten Konzernbetrieben nicht auf Kosten der Ertragskraft der neuen Unternehmung gemacht wurden, und zwar in der Form, daß man das Lagerrisiko auf sie abwälzte. Im Hinblick auf den Gesamtkon-

zerngewinn (Gewinn aller alten und des neuen Konzernmitgliedes) läge in diesem Fall keine Ertragssteigerung vor, eine solche darf deshalb auch nicht angesetzt werden.

Die Abwälzung des Lagerrisikos braucht aber weder beabsichtigt zu sein noch einzutreten. Es wäre der Fall denkbar, daß die alten Konzernmitglieder keine Lagermöglichkeiten hatten und so gezwungen waren, auf ein Gleichmaß der Fertigung zu verzichten. Außerdem kann das neue Konzernmitglied ein Handelsunternehmen sein, bei dem die Risikoübernahme Unternehmenszweck ist und deshalb schon bei der Wertfindung berücksichtigt wurde.

Im folgenden wollen wir noch die Frage klären, ob Kostenvorteile auftreten können, wenn das zu erwerbende Unternehmen die Auswertung von Erfindungen übernehmen soll, die von den alten Konzernbetrieben gemacht wurden, aber aus den Umständen heraus nicht ausgewertet werden konnten.

Sind die Erfindungen letztlich Ergebnisse einer in einer bestimmten Richtung hin arbeitenden Forschung, so wurden sie erwartet. Man berücksichtigte das wahrscheinlich auch, indem man die eigenen Betriebe ausbaute oder einen Neubau errichten ließ. Ein schon bestehendes Unternehmen wird aber zu diesem Zweck selten aufgekauft werden.

Eine andere Sachlage ergibt sich, wenn anzunehmen ist, daß die Erfindung Nebenergebnisse der Forschungen sind und andere gewollt, aber nicht gemacht wurden. In diesem Fall kann es ratsam erscheinen, ein Unternehmen hinzuzukaufen, das in ähnlicher Richtung arbeitete und unter minimalen Kosten umorganisiert werden kann.

Selbst, wenn die Auswertung der Erfindung an sich wegen eines hohen Aufwandes für die Umorganisation der neuen Unternehmung und die Einführung des Produktes auf dem Markt keinen Nutzen abwirft, könnten doch anderweitig Kostenvorteile auftreten. Zeitigte z.B. die Forschung der alten Konzernbetriebe nicht die gewünschten Ergebnisse,

so haben die laufend produzierten alten Erzeugnisse den gesamten Forschungsaufwand zu tragen. Dieser kann aber nun ohne weiteres der im neuen Betrieb ausgewerteten Nebenerfindung belastet werden. Allerdings sind derartige Ersparnisse auch durch Lizenzvergebung zu erreichen. Es bleibt aber dem Einzelfall überlassen, was auf die Dauer ertragsintensiver ist.

Generell kann leider nichts über die Höhe derartiger Kostenersparnisse ausgesagt werden.

Zum Schluß dieses Kapitels wollen wir die Kostenvorteile betrachten, die sich erst beim Überschreiten gewisser Kostenschwellen einstellen.

Z. B. ist es kostenmäßig nur dann möglich, einen gut ausgerüsteten Reparaturbetrieb aufzubauen und zu unterhalten, wenn das Unternehmen eine bestimmte Betriebsgröße erreicht oder es sich eine bestimmte Zahl anderer Betriebe angegliedert hat. (1)

Es stellt sich die Frage, ob durch den Kauf gerade des Unternehmens, dessen Bewertung durchgeführt werden soll, solche Kostenschwellen überschritten werden, d. h., ob die Eingliederung dieses Betriebes erst die Kostensenkungen auslöst. Weiterhin ist zu klären, ob in diesem Fall alle Kostenvorteile der Schwellenüberschreitung dem betreffenden Unternehmen zugerechnet werden dürfen, so daß eine Konzernleitung veranlaßt wird, eventuell in Höhe dieser Vorteile einen Mehrpreis zu zahlen.

Das ist nur gerechtfertigt, wenn bei einem früheren Kauf von Unternehmen nicht schon die Aussicht einer Kosteneinsparung derge-

(1) Dieser Fall sollte nur ein Beispiel sein und kann nicht im einzelnen behandelt werden, weil es die sehr schwierige Zurechnung von Reparaturleistungen meist unmöglich macht, überhaupt die Kostenersparnisse als Folge des Bestehens eines Reparaturbetriebes einzeln bei den Unternehmen zu erfassen.

stalt einkalkuliert worden war, daß man für sie einen Preis zahlte, der ihren objektiven Wert überstieg. Liegt dies vor, so kann nur der Wert solcher Kostenersparnisse dem letzten erworbenen Unternehmen zugerechnet werden, die noch nicht durch früher gezahlte höhere Preise in Rechnung gestellt worden waren.

Alle Schwellenvorteile, wie wir sie vielleicht am besten bezeichnen, haben gemeinsam, daß sie direkt selten und generell überhaupt nicht erfaßbar sind. Aus diesem Grunde kann auch nur auf ihre Problematik hingewiesen werden, auf den Versuch einer Bewertung dagegen wollen wir verzichten.

Das oben erwähnte Zitat Edwards (1) über die wissenschaftlichen Stäbe kennzeichnet einen solchen kaum bewertbaren Schwellenvorteil. Ein solcher Stab von Betriebswirtschaftlern und Technikern kann sehr gut durch sein "über den Dingen Stehen" Kostenforschung, Planung und Senkung und Organisation betreiben. Allerdings wird der für ihre Anwerbung und Entlohnung nötige Aufwand erst ab einer gewissen Konzern- bzw. Betriebsgröße wirtschaftlich. An welchem Punkt aber die Grenze liegt, wo die Wirtschaftlichkeit beginnt, kann nur im einzelnen, aber nicht generell festgelegt werden.

Eine andere, in diesem Rahmen nicht zu erörternde Frage ist die, ob es nicht ratsamer erscheint, bei Umorganisationsplänen, Kostenanalysen u. a. außenstehende Fachleute heranzuziehen, denen niemals der Vorwurf der Betriebsblindheit gemacht werden kann. Deren Dienste können sich auch kleinere Betriebe oder Konzerne bedienen, da für solche Fachleute kein Daueraufwand nötig ist.

Durch den Kauf einer bestimmten Unternehmung kann es auch rentabel werden, einen konzerneigenen Kraftversorgungsbetrieb in Form einer Dampfanlage oder sogar eines eigenen Elektrizitätswerkes zu errichten.

(1) S. 115

Hier weist Gruntzel (1) auf einige Vorzüge hin, indem er ausführt:
"Ein eigenes Elektrizitätswerk bietet den großen Vorteil der Unabhängigkeit von fremder Kraftquelle, ist aber erst bei einer gewissen Betriebsgröße rentabel und verbilligt sich um so mehr, je mehr Anlagen verschiedener Art angeschlossen werden können."

Damit sich diese Vorteile auswirken können, muß man voraussetzen, daß die Konzernbetriebe auch das zu erwerbende Unternehmen - innerhalb einer bestimmten Entfernung liegen. Der Aufwand für eine teure Fernleitung würde sonst die erwarteten Kostenersparnisse kompensieren, wodurch der Fremdbezug wahrscheinlich kostengünstiger wäre, da der Investitionsaufwand für die Kraftanlage ja auch amortisiert werden muß. Die Grenzzinie, bis zu der die Konzernunternehmen voneinander entfernt liegen können, richtet sich nach der Höhe der Kostenersparnisse und dem Aufwand für die Errichtung der Anlage und den laufenden Kosten der Energieverteilung.

Wir wollen weiter voraussetzen, daß die neue Unternehmung nicht diejenige ist, welche durch ihre Eingliederung in den Konzern die Errichtung eines Kraftwerkes erst wirtschaftlich macht, da hierdurch ein in seiner Größe so schwer erfaßbarer Schwellenvorteil ausgelöst würde. Wir wollen vielmehr annehmen, daß es hinzutritt, wenn schon ein Elektrizitätswerk besteht, das noch nicht ausgelastet ist. Auch in diesem Fall tritt eine meßbare Verbilligung in der Produktion der betreffenden Unternehmung ein. Die Höhe der wahrscheinlichen Kostenersparnisse kann an den empirischen Werten früherer Eingliederungen, die auch schon nach Bau des Kraftwerkes stattfanden, abgelesen werden. Von ihnen sind die von Fall zu Fall verschiedenen Aufwendungen für Investition und Energieverteilung abzusetzen. Das Ergebnis zeigt die durch die Eingliederung zu erwartenden effektiven Kostenvorteile.

(1) Gruntzel, J.: "Die wirtschaftliche Konzentration" Wien 1928, S. 57

Der Erwerb eines Betriebes durch einen Konzern kann auch dazu führen, daß die alten Unternehmen in die Lage versetzt werden, sich zu spezialisieren und durch stärkere Gleichförmigkeit in der Fertigung Kostenersparnisse zu erzielen. Das ist dadurch möglich, daß sie gewisse Typen, ja oft sogar je nach Grad der Spezialisierung nur Produktionsnummern dem neuen Unternehmen zur Fertigung überlassen können.

Wenn auch die Höhe dieser Kostensenkungsmöglichkeiten anhand von Kostenplänen relativ einfach zu ermitteln ist, so handelt es sich doch um einen Schwellenvorteil. Sein Gesamtwert kann selten dem neuen Unternehmen allein gutgeschrieben werden, denn eine Spezialisierung wird erst ohne zusätzliche Risikotragung beim Erreichen einer bestimmten Konzerngröße möglich. Eine Schwelle tritt in dem Moment auf, wenn man durch den Kauf der betreffenden Unternehmung gerade diese Größe erreicht.

Anders zu beurteilen ist folgender Fall:

Die Konzernmitglieder überlassen dem neuen Unternehmen Typen, die sie selbst nur unter hohen Kosten produzieren können. Die neue Unternehmung hat schon Ähnliches fabriziert und spezialisiert sich auf diese Typen. In diesem Fall können alle anhand der Kostenpläne feststellbaren Ersparnisse in den alten Konzernbetrieben dem zu erwerbenden Unternehmen zugerechnet werden. Man muß aber voraussetzen, daß diesem durch die Spezialisierung nicht zu hohe Aufwendungen erwachsen, damit ein Überschuß bleibt; denn alle Kosten für Strukturänderungen, die der Spezialisierung dienen sollen, müssen von den erwarteten Kostenersparnissen abgesetzt werden.

b. Im folgenden sollen die Kostensenkungen besprochen werden, die sich als Folge der Eingliederung im Vertriebsbereich der Konzernunternehmen ergeben.

Auch hier ist es möglich, daß die Ersparnisse im neuen Konzernbetrieb selbst entstehen, zum anderen aber in den einzelnen alten Konzernunternehmen und damit im Gesamtkonzern. Wir wollen wiederum mit dem ersten Fall beginnen.

Steht der zu erwerbende Betrieb am Ende der Produktionsreihe, so sind wahrscheinlich keine Vertriebskosten einzusparen, ja es ist nicht selten, daß die Absatzorganisation sogar ausgebaut werden muß und dadurch beträchtliche Aufbau- und Unterhaltskosten entstehen. In diesem Fall würde in dem betreffenden Betrieb eine Kostensteigerung eintreten, in den anderen Konzernunternehmen aber würden durch die teilweise oder vollständige Einsparung der Absatzorganisation beträchtliche Kostensenkungen möglich sein.

Anders muß dagegen der Fall bewertet werden, wenn das neue Unternehmen ein Vorleistungsbetrieb ist und nun Konzernmitglieder als feste Abnehmer erhält. Absatzorganisation und Reklameaufwand lassen sich nur dann ganz ersparen, wenn nach der Eingliederung ausschließlich Konzernmitglieder beliefert werden. Produziert man außerdem für den Markt, so muß eine gewisse Absatzorganisation bestehen bleiben, die aber unter diesen Umständen kleiner sein kann, als wenn nur für den Markt gefertigt würde. Auch ein Minimum an Reklameaufwand muß in unserem Fall bestehen bleiben.

Die Ersparnisse in den Vertriebskosten werden kleiner, je geringer der an den Konzern gelieferte Anteil der Produktion ist.

Krähe (1) führt als Kostenvorteil der vertikalen Konzentration noch an, daß durch den Kauf eines Unternehmens der an der vorletzten

(1) Arbeitskreis Dr. Krähe der Schmalenbachgesellschaft: "Konzernorganisationen Aufgaben- und Abteilungsgliederung im industriellen Unternehmungsverband." S. 13

Stufe produzierende Konzernbetrieb zu Kostensenkungen kommen kann, wenn er die Verpackung einspart, da ja eine Weiterverarbeitung im neuen Unternehmen zu erwarten ist.

In diesem Fall wurde aber wohl doch übersehen, daß der kostenmäßig am stärksten belastete Teil der Verpackung erst bei den verkaufsreifen Produkten anfällt. Bei den zur Weiterverarbeitung bestimmten Erzeugnissen handelt es sich dagegen um eine Schutzverpackung zur Verhütung von Transportschäden, auf die deshalb nicht verzichtet werden kann.

Wir erwähnten schon den Fall, daß den alten Konzernbetrieben vertriebstechnische Kostenvorteile erwachsen können. Allerdings wurde im neuen Unternehmen eine kostensteigernde Wirkung ausgelöst, falls dieses den Absatz aller oder einiger Konzernunternehmen allein durchführen soll. In diesem Fall kommt es auf die Struktur der neuen Unternehmung an, ob die anfallenden Ausbaukosten die Ersparnisse in den alten Unternehmen kompensieren oder sogar überkompensieren, was sich natürlich auf den Gesamtgewinn des Konzerns entsprechend auswirken wird.

Hier ziehen also die alten Konzernmitglieder den Nutzen aus der Eingliederung eines anderen Unternehmens. Es ist allerdings fraglich, ob diese Betriebe sämtliche Vertriebskosten einsparen können, da das davon abhängt, ob das neue Unternehmen ihre gesamte Produktion abnehmen kann oder ob ein Teil weiter an den Markt verkauft werden muß.

Anders ist aber der Fall zu bewerten, wenn das neue Unternehmen in Form eines Handelsbetriebes mit gut ausgebauter Absatzorganisation und weitreichenden Beziehungen auftritt. Hier kann dem neuen Betrieb der Wert sämtlicher Kostenersparnisse ohne Abzug zugerechnet werden, die sich durch Wegfall der Vertriebskosten bei den alten ergeben.

Kostenmäßig wirkt sich natürlich noch stärker aus, wenn man bedenkt, daß in Produktionsunternehmen sehr oft das Hauptinteresse der Fer-

tigung gilt. Hierdurch entsteht die Gefahr der Vernachlässigung der Absatzorganisation, die deshalb dann leicht sehr kostenintensiv werden kann.

Eine interessante Sachlage ergibt sich auch, wenn ein Konzernunternehmen als Endglied der Produktionsreihe die Leistungen seiner Vorbetriebe nicht vollständig übernehmen kann, so daß ein Teil der Produktion dieser Betriebe als Halbfabrikate auf dem Markt verkauft werden muß. Auch um diese Erzeugnisse selbst weiterverarbeiten zu können, soll der Konzern einen Betrieb hinzukaufen.

Außer gewissen Ertragsvorteilen, die uns in diesem Rahmen nicht zu interessieren brauchen und auf die Preisdiskrepanz von Halb- und Fertigfabrikaten zurückzuführen sind, können sich auch noch Kostenvorteile ergeben. Es ist vielleicht möglich, die beiden Vertriebsorganisationen zusammenzulegen, wodurch gewisse Doppelfunktionen und die für sie aufgewendeten Kosten entfallen. In welchem Ausmaß solche bestanden, kommt allerdings wieder auf die jeweilige Struktur der Vertriebsabteilungen an.

Der eben erörterte Fall hat gewisse Ähnlichkeiten mit einem anderen, bei dem Schwellenvorteile auftreten. Handelt es sich bei dem betreffenden Konzern um einen solchen mit horizontalem Aufbau, so kann es ratsam sein, mit dem Nebeneinander der Verkaufsorganisationen aufzuhören. Das ist dann der Fall, wenn es wirtschaftlich wird, eine eigene Vertriebsgesellschaft zu gründen. Dies kann aber gerade durch den Hinzukauf des betreffenden Unternehmens geschehen.

Allerdings ist auch dieser Schwellenvorteil nicht exakt erfaßbar. Hinzu tritt noch eine Einschränkung, denn es kommt vor, daß Mitglieder horizontaler Konzerne sich gegenseitig Konkurrenz machen. Allerdings geschieht das nur nach außen, um den Anschein freier Konkurrenz zu erwecken, obwohl in Wirklichkeit der Markt beherrscht wird. Meistens beschränkt sich dieses "Konkurrenzmachen" auch nur auf die Ausübung der Absatz beeinflussenden Tätigkeiten.

All' das schließt aber nicht aus, daß nur eine Vertriebsorganisation existiert. Tatsächlich entstehender doppelter Aufwand fällt also nur bei der Reklame an, die aber im Interesse einer nicht allzu großen Kostenbelastung auch nicht übertrieben wird.

c. Im nun folgenden Punkt unserer Ausführungen sollen die Kostenvorteile verwaltungsmäßiger Art dargestellt werden, die sich nach der Eingliederung eines Unternehmens in einen Konzern ergeben können.

Die Probleme, die mit den Kostenvorteilen beim Vertrieb zusammenhängen, wurden von denen der allgemeinen Verwaltung bewußt getrennt. Im Gegensatz zum Einkauf besteht im Verkaufswesen eine der normalen Verwaltung nicht unterstehende Organisation, deren Hauptrepräsentant der Vertreterstab ist. Aus diesem Grunde erscheint es ratsam und es wird in der Praxis meistens auch so gehandhabt, daß diese Organisation und die verwaltungsmäßigen Teile des Vertriebs zu selbständigen Verkaufsabteilungen zusammengefaßt werden.

Im Gegensatz dazu wird das Einkaufswesen immer in der allgemeinen Verwaltung eingeschlossen sein. Es kann allerdings vorkommen, daß selbst im Falle des Nichtbestehens einer zentralisierten Konzernverwaltung eine Zentralisation des Einkaufs vorgenommen wird. Das geschieht in der Form, daß die Einkaufsabteilung des Betriebes mit dem höchsten Bedarf die Anforderungen der übrigen sammelt und dann für eigenen und fremden Bedarf zusammen einkauft.

Tritt das neue Unternehmen in einen vertikalen Konzern ein, so werden Einsparungen im Einkaufswesen möglich. Bildet es den Anfang der Produktionskette, so wird sich zwar seine eigene Einkaufsabteilung nicht einschränken lassen, aber dafür die des nachfolgenden Betriebes, falls dieser nicht mehr braucht, als das neue Unternehmen liefern kann. Steht dieses aber innerhalb der Produktionskette, so gibt es drei Möglichkeiten für sein Einkaufsverhalten, wobei die letzte

höchst unwahrscheinlich ist. Es wird wohl kaum vorkommen, daß ein Konzernbetrieb seinen Bedarf ausschließlich auf dem Markt deckt und nicht durch andere Konzernunternehmen.

Auch die erste Möglichkeit kann nicht als Regelfall betrachtet werden, wenn sie auch auftritt. Das neue Unternehmen steht innerhalb der Kette und kauft trotzdem vom Markt und von anderen Konzernmitgliedern.

Vom Markt wird es nur dann kaufen, wenn Konzernmitglieder seinen Bedarf quantitäts- oder qualitätsmäßig nicht decken können, oder wenn sie eine den Marktpreis überschreitende Forderung stellen. In diesen Fällen ergeben sich keine Ersparnisse, denn eine Einkaufsabteilung müßte beibehalten werden. Anders sieht das natürlich aus, wenn das neue Unternehmen in Zukunft nur vom Konzern beliefert wird.

Eine eigene Einkaufsabteilung erübrigt sich hier, wodurch beträchtliche Kostenersparnisse auftreten. Beizubehalten ist aber die Warenprüfung beim Übergang von einem Betrieb in den anderen. Allerdings könnte eine erweiterte betriebliche Abnahme diese Aufgabe ohne große Mehrkosten übernehmen, so daß der nun wegfallende Aufwand für die Einkaufsabteilung vollständig als echte Kostenersparnis angesetzt werden kann.

Wird ein Unternehmen in einen horizontalen Konzernverband aufgenommen, so können Kostenvorteile verwaltungsmäßiger Art entstehen. Beim neuen Konzernmitglied würde sich der Wegfall der Einkaufsabteilung kostengünstig auswirken, wenn eine Zentralverwaltung die Aufgabe der Beschaffung der benötigten Rohstoffe übernimmt.

Es darf aber nicht übersehen werden, daß ein Teil der Aufgaben der Einkaufsabteilung nicht auf die zentrale Verwaltung, sondern auf die Lagerbuchführung übergeht. Diese muß deshalb ausgebaut werden, da ihr nun die gesamte Bedarfsfeststellung allein zufällt. Hinzu kommt die räumliche Trennung von der Zentrale, sie bleibt ja an die einzel-

nen Lager gebunden. Die erhöhten Kosten der Lagerbuchführung treten aber nur auf, wenn nicht nach dem System der permanenten Inventur gearbeitet wird. Ist das jedoch der Fall, so bewirkt die Einführung dieses Systems eine Kostensenkung.

Ein weiteres Positivum der Zentralisierung liegt in der Möglichkeit, durch große Bezüge Mengenrabatte oder sonstige Vorteile herauszuhandeln. Bei Vergünstigungen, die die üblichen Mengenrabatte übersteigen, taucht jedoch die Frage auf, ob hier nicht anstelle von Kostenvorteilen Ertragsvorteile treten, die nur in Form niedrigerer Rohstoffkosten gekleidet sind und in Wirklichkeit nur auf der wirtschaftlichen Macht des Konzern beruhen.

Kann das neue Unternehmen durch den Mengenrabatt, den die Zentralverwaltung erzielt hat, zu einem billigeren Rohstoffbezug kommen, so muß das als Kostenvorteil angesetzt werden. Es kann aber auch geschehen, daß ein solcher Rabatt nicht zu erzielen ist. Man erwartet im Gegenteil einen Preisanstieg, weil die Nachfrage das Angebot weit übersteigt, da der Konzern einen zu hohen Marktanteil hat. Das trifft vor allem dann zu, wenn das Angebot aus einem bestimmten Bestand heraus erfolgt, der nicht oder nicht ohne weiteres vergrößert werden kann. Als Folge ergäbe sich natürlich dann ein anzusetzender Kostennachteil für das neue Unternehmen, der ein Schwellennachteil sein würde, wenn das gerade durch sein Hinzutreten zum Konzern verursacht würde.

Der zentrale Einkauf hat aber auch seine Schattenseiten. Wird die Verwaltung zu bürokratisch und langsam, so erhalten die einzelnen Betriebe oft nicht rechtzeitig die benötigten Rohstoffe, so daß beachtliche Kostennachteile durch Leerlauf, Auftragsausfall und Abgeltung eventueller Vertragsstrafen entstehen.

Die Zentralisierung der allgemeinen Verwaltung kann ebenfalls Kostenvorteile im Gefolge haben.

Dabei sollen in dieser Betrachtung die Nachteile außer acht bleiben, die sich durch ein etwaiges Entstehen einer Verwaltungsbürokratie ergeben, die in manchen Großkonzernen schon groteske Ausmaße angenommen hat. Ihr negativer Wert ist leider schwer feststellbar.

Die Vorteile einer Verwaltungszusammenfassung liegen vor allem in der Ausschaltung von Doppelfunktionen. Die Innenrevision kann z. B. zusammengeschlossen werden, oder man schafft ein einheitliches Archiv oder eine statistische Abteilung für alle Unternehmen.

In dieser Betrachtung wollen wir von dem Fall absehen, daß die Zentralisation oder das Anschaffen eines großen Rechenautomaten gerade durch die Eingliederung des zu bewertenden Unternehmens wirtschaftlich wird, da derartige Schwellenvorteile generell nicht in Zahlen erfaßbar sind.

Nimmt man nun an, daß solche Zentralabteilungen bestehen, so würden sich Kostenersparnisse für das neue Unternehmen in Höhe des Wegfalls des Aufwandes für die Doppelfunktionen ergeben. Von diesen Kostenersparnissen sind die für die Gesamtverwaltung zu fordernden anteiligen Verwaltungskosten abzusetzen, eventuell zuzüglich eines Sonderzuschlages für die Gefahr der Unbeweglichkeit einer Zentralverwaltung.

Auch im Rechnungswesen ist eine kostensparende Zusammenfassung möglich, wenn auch dort gewisse Doppelfunktionen bestehen bleiben müssen. So wird z. B. die Lohnbuchhaltung meist immer an die einzelnen Werke gebunden bleiben, und kostensparende Großrechenmaschinen können in diesem Fall nicht eingesetzt werden. Das gleiche Bild bietet sich bei den Lagerverwaltungen und Buchführungen, da auch diese immer an die Läger gebunden sind und sich, mit der Ausnahme eines gemeinsamen Verkaufsdepots, in einem horizontalen Konzern, Zentrallager als unzweckmäßig erwiesen haben.

In anderen Bereichen des Rechnungswesens können kostensparende Rechenautomaten eingesetzt werden. Es kann der Fall eintreten, daß ein neues Unternehmen in einen Konzern eintritt, der einen solchen Automaten besitzt.

Es ist denkbar, daß dieser, obwohl er noch nicht voll ausgelastet werden konnte, schon derartige Kostenersparnisse verursacht, daß Amortisation und Zinsen voll gedeckt, wenn nicht sogar überdeckt sind. Bringt die Eingliederung die volle Auslastung, so sind, da die Kapitalkosten des Automaten schon herausgewirtschaftet wurden, alle Ersparnisse durch Wegfall des Aufwandes für Arbeiten, die der Automat ersetzt, dem neuen Unternehmen zuzurechnen. Diese Kostensenkungen sind auf Kürzung des Verwaltungsmaterialaufwandes und der personellen Aufwendungen zurückzuführen.

Aber auch anderweitig sind Einsparungen möglich. Z. B. kann ein Automat so schnell Rechnungen eines Großbetriebes auswerten, daß sehr große Erträge durch Ausnutzung der Skonti auftreten. Inwieweit derartige Vorteile aber dem neuen Unternehmen zugerechnet werden können, ist die Frage. Exakte Angaben sind nicht möglich, da die Rechnungen der Unternehmung in ihrer Anzahl und ihren Beträgen zu stark schwanken. Höchstens wäre dem durch Zuhilfenahme der Statistik zu begegnen.

d. Zum Schluß der Untersuchung der Kostenersparnismöglichkeiten als Folge der Eingliederung soll noch kurz auf die Wirkungen eventueller Risikoeinschränkungen eingegangen werden.

Hierbei muß man sich aber auf die reine Problemdarstellung beschränken, denn eine exakte oder auch nur annähernde Erfassung der in diesem Falle auftretenden Kostenvorteile ist kaum oder überhaupt nicht möglich.

Die Eingliederung eines weiteren Unternehmens kann zur Folge haben, daß der ganze Konzern oder auch nur einige seiner Mitglieder zu einer stärkeren Spezialisierung schreiten können. Das ist möglich, weil die Gefahr des "Nichteinschlagens" eines der spezialisierten Artikel auf eine größere Zahl von Betrieben verteilt wird (1).

Im Vordergrund der Betrachtung soll der Fall stehen, daß vor der Eingliederung nur ein oder zwei Konzernbetriebe bestimmte Produkte herstellen.

Auf diese Weise wirkt sich der Hinzutritt eines weiteren Unternehmens hinsichtlich der Risikoeinschränkung bei einer Spezialisierung stärker aus, als wenn schon vorher eine ganze Reihe von Betrieben diese Artikel hergestellt hätten.

Die kostensenkenden Wirkungen einer Spezialisierung wurden schon in früheren Darlegungen untersucht (2). Sie können verstärkt werden durch eine noch durchgreifendere Spezialisierung, da mit zunehmender Konzerngröße das Risiko abnimmt. Wir wollen hierbei von der Annahme ausgehen, daß wir uns jenseits der erwähnten Schwelle (3) befinden, die bei zwei Herstellerfirmen liegen soll.

Die Spezialisierung kann, selbst wenn der bisherige Aufwand nicht überschritten wird, eine Qualitätsverbesserung bewirken, deren Folgen sehr verschieden sind.

Umsatzsteigerungen und die mit ihnen meist verbundenen Gewinnerhöhungen können zuerst auftreten. Die Größe der letzteren hängt von den jeweiligen im Betrieb bestehenden Kostenverhältnissen ab. Diese würden sich ungünstig gestalten, wenn der Betrieb durch zusätzlichen Umsatz in die Zone der Überbeschäftigung jenseits des maximalen Nutzenpunktes der Kostenkurve geraten würde. Ein zweiter,

(1) Gruntzel, J.: a.a.O., S. 10

(2) S. 123 Ausf.

(3) S. 123 Ausf.

den Erfolg mindernder Tatbestand ist gegeben, wenn diese Umsatzsteigerungen erst auf Grund der Weckung latenten Bedarfs durch zusätzliche, oft beträchtliche Werbeaufwendungen möglich sind.

Es kann auch vorkommen, daß bei einer unelastischen Nachfrage und einem Angebotsoligopol diese Steigerungen auf die Umsätze der anderen Anbieter stark einwirken. Hierdurch werden diese zu Kampfmaßnahmen gezwungen, wobei Preisnachlässe am wirksamsten sind. Sie haben zur Folge, daß unser Konzern seine Preise senken muß, um seinen Umsatz zu halten, wodurch sich trotz Umsatzsteigerung keine höheren Gewinne ergeben. Erweist sich auf die Dauer der Konzern seinen Konkurrenten gegenüber als stärker, vielleicht durch die bessere Qualität, die auf die Spezialisierung zurückzuführen ist, so können höhere Gewinne für die Zukunft erwartet werden.

An diesem Beispiel zeigt sich, daß die Wirkungen einer durch die Eingliederung möglichen Spezialisierung nicht nur kostenmäßiger, sondern auch ertragsmäßiger Art sind, da die jeweiligen Marktverhältnisse über den Umsatz eine Rolle spielen.

Die durch die Eingliederung ermöglichte Verteilung der Spezialisierung auf mehrere Betriebe, mit der damit verbundenen Risikoeinschränkung, kann noch eine weitere Folge haben.

Jeder Betrieb oder Konzern mit vernünftiger Finanzgebarung beschränkt sich nicht nur auf die Bildung der gesetzlichen Rücklagen, sondern wird zum Ausgleich der durch die Produktion übernommenen Risiken noch freiwillige Rücklagen bilden. Der Gegenwert dieser Reserven, jedenfalls soweit er das erwartete Risiko betrifft, soll in fungiblen, wenn nicht sogar in liquiden Mitteln zur Verfügung stehen.

Durch Herabsetzung des Risikos kann ein Teil dieser Gelder anderen Verwendungszwecken zugeführt werden. Es handelt sich also hier um eine Umschichtung in der Gewinnverwendung. Die eingesparten Mittel können je nach der Marktsituation und den jeweiligen Betriebs-

verhältnissen zu Rationalisierungs- oder Erweiterungsinvestitionen eingesetzt werden. Von dem Fall der Ausschüttung sei hier abgesehen, da er für die Betrachtung der Erfolgsvorteile der Eingliederung nicht von Bedeutung ist.

Auf die geschilderte Weise kann also eine Risikoverminderung entweder zu einer Kostensenkung durch Rationalisierung führen oder Ursache einer Gewinnsteigerung durch Umsatzerhöhungen sein, die auf die Erweiterungsinvestitionen zurückzuführen sind.

Könnten die eingesparten Mittel in ihrem Wert erfaßt werden, so wären die verursachten Erfolgsvorteile meßbar. Aber leider ist nur eine Komponente errechenbar, und zwar der Risikoaufschlag, der mit dem Umsatz multipliziert die Risikorücklagensumme ergibt. Da aber der Grad der Risikoeinschränkung als Folge der Eingliederung nur sehr unvollkommen, wenn überhaupt bestimmbar ist, würde eine Berechnung der Erfolgsvorteile durch eine Risikoeinschränkung sehr willkürlich.

2. Erfolgsvorteile durch Wettbewerbseinschränkung

a. In den vorangegangenen Ausführungen wurden die Kostenersparnisse behandelt, die sich nach der Eingliederung eines Unternehmens in den Konzern ergeben können.

Die folgenden Darlegungen sollen dagegen Gewinnvorteile aufzeigen, die durch günstigere Preisrelationen als Folge der Eingliederung entstehen. Da aber auch die ertragssteigernde Wirkung der Kostenersparnisse von den erzielten Preisen abhängig ist, stehen alle Erfolgsvorteile einer Eingliederung miteinander in Verbindung.

Kostensenkungen wirken sich ja nur dann positiv auf den Gewinn aus und veranlassen die Konzernleitung, eventuell mehr für das betreffende Unternehmen zu zahlen, als es an sich wert ist, wenn nach

dem Sinken der Kosten die Preise konstant gehalten werden können. Ist das nicht der Fall, da sich z. B. der Konzern aus Konkurrenzgründen gezwungen sieht, durch Preissenkungen die Ersparnisse weiterzugeben, so darf er die Kostensenkungsmöglichkeiten der Eingliederung nicht in seine Preiswertrechnung einbeziehen.

In vielen Fällen kaufen Konzerne nur deshalb Konkurrenzunternehmen auf, um den Wettbewerb einzuschränken. Sie wollen hierdurch die Macht bekommen, um überhaupt eine oder eine bessere aktive Preispolitik treiben zu können, d. h. die Preise so anzusetzen, daß ihnen eine gewinnerhöhende Monopol- oder Oligopolrente bleibt. Das ist sehr oft der Hauptzweck der Vergrößerung horizontaler Konzerne.

Bei vertikalen Konzernen ist eine Monopolisierung nur in einzelnen Wirtschaftsstufen möglich. Bei voll ausgebauter Vertikalisierung würde sich sonst ein Riesenunternehmen entwickeln, das die gesamte Wirtschaft beherrscht, eine Erscheinung also, die es bisher noch nicht gegeben hat, wenn man von der Wirtschaftszusammenfassung in den östlichen Planwirtschaftsländern absieht.

Selbst bei Monopolisierungsmöglichkeiten auf bestimmten Stufen des vertikalen Konzerns werden wohl Wettbewerbseinschränkungen kaum Hauptzweck eines Unternehmensaufkaufes sein. Aus diesem Grunde haben die folgenden Untersuchungen hauptsächlich für den horizontalen Konzern Geltung.

Sehr oft haben derartige Konzerne einen solchen Marktanteil, daß ihre Handlungen tief in das Wirtschaftsleben eines Landes eingreifen. Hierdurch wird es wichtig, bei der Analyse ihrer Probleme neben privatwirtschaftlichen auch volkswirtschaftliche Überlegungen anzustellen. Das beginnt mit der Frage, ob ein solcher Konzern ein großes Konkurrenzunternehmen niederkonkurrieren oder aufkaufen soll. Liefmann (1) weist auf die Gefahren der ersten Methode hin, indem

(1) Liefmann: "Kartelle, Konzerne und Trusts", Stuttgart 1927, S. 306

er sagt: "Aber in denjenigen Erwerbszweigen, wo die Großindustrie herrscht, ist dieser Weg mit so großen Härten und solchen wirtschaftlichen Erschütterungen namentlich in sozialer Hinsicht verbunden, daß der Weg der Fusionierung regelmäßig vorzuziehen ist."

Weiter wird sich die Konzernleitung überlegen, welchem Zwecke der Einkauf dienen soll. Man hat die Möglichkeit, es stillzulegen oder es weiterzuführen. Die Stillegung ist von Vorteil, wenn man durch Angebotsverknappung höhere Renten erzielen kann. Bei der Weiterführung kauft man das Unternehmen auf, um sich entweder die Konkurrenzkosten zu sparen oder um die Möglichkeit zur Durchführung einer aktiven Preispolitik zu bekommen.

Der Erwerb zum Zwecke der Stillegung soll in unserer Betrachtung nur am Rande behandelt werden, da hier der objektive Wert in den Wertberechnungen der Konzernleitungen als Maßgröße durch einen subjektiven ersetzt wird.

Im Falle der Angebotsverknappung hat er die Höhe der kapitalisierten Monopolrenten und im Falle der Umsatzsteigerung in den eigenen Unternehmen den Wert der Renten und der Aufwandsersparnis durch Kostendegression.

Die Angebotsverkleinerung wird nur bei ganz besonders günstigen Bedingungen für den Konzern zu solchen Monopolrenten führen, daß ihr Wert den Ankaufspreis übersteigt. Das ist z. B. dann möglich, wenn unelastische Nachfrage, das Fehlen einer Substitutproduktion und das einer Auslandskonkurrenz vorliegen; außerdem muß es für neue Konkurrenten, die immer durch hohe Gewinne angelockt werden, schwer sein, Konkurrenzbetriebe zu errichten. Legt man den Betrieb, den man erwerben will, still, um die eigene Produktion erhöhen zu können, so müssen auch in diesem Fall die Gewinne aus der erwarteten Umsatzsteigerung höher als der Ankaufspreis sein, denn sonst

wäre der Erwerb unwirtschaftlich. Ob die Umsatzerhöhung möglich ist, hängt von den Marktverhältnissen ab, außerdem ist dafür die Höhe der Kostenersparnisse durch Kostendegression ausschlaggebend.

Daß derartige Überlegungen nicht gemacht wurden, ist ein Fehler, der in der Konzernpraxis leicht auftreten kann. Den Fall, daß Ankauf und Stilllegung nur deshalb vorgenommen wurden, weil die Branche überbesetzt ist, wollen wir außer Betracht lassen. Am typischsten hierfür war die Lage der deutschen Kaliindustrie in den 30er Jahren.

In den folgenden Ausführungen wollen wir die Frage klären, welche Ertragsvorteile durch günstigere Preisgestaltung dem Konzern zufallen werden, wenn er ein Unternehmen aufkauft und es weiter produzieren läßt.

Hier sind zwei Fälle zu unterscheiden: erstens setzt der gerade durchgeführte Kauf nur den Schlußstein zu einer Reihe von Aufkäufen zum Zwecke der Monopolisierung. Deren Wirkung kann schon einsetzen, wenn nicht die gesamte, sondern nur der größte Teil der Produktion in Händen des Konzerns ist. In diesem Fall darf der Wert der erwarteten Renten nur dann dem neuen Unternehmen zugerechnet werden, wenn nicht schon im Hinblick auf diesen Zeitpunkt bei früheren Erwerbungen für die betreffenden Betriebe Preise gezahlt wurden, die ihren Wert überstiegen. Bei diesen Ertragsvorteilen handelt es sich also wieder um so schwierig zu bewertende Schwellenvorteile. Zweitens wird ein Unternehmen erworben, das selbst einen großen Marktanteil besitzt, vielleicht einer der Oligopolisten ist, so daß alle erwarteten Renten aus der Wettbewerbseinschränkung ihm zugerechnet werden können.

Das gleiche geschieht, wenn das aufgekaufte Unternehmen in einem bestimmten Gebiet ein Gebiets- bzw. ein Meinungsmonopol besitzt, das ihm erlaubt, höhere Preise zu nehmen oder durch Qualitätsminderung verdeckt eine ähnliche Gewinnlage zu erzielen. Die Höhe

der feststellbaren Renten kann ohne weiteres seinem Wert zugerechnet werden. Ist allerdings z. B. das Meinungsmonopol Gefahren besonderer Art ausgesetzt, so muß man das berücksichtigen.

Die nähere Erörterung der Voraussetzungen und Bedingungen des Niederkonkurrierens der nach dem Aufkauf verbliebenen Kleinkonkurrenten und der damit verbundenen Kosten für die hierzu nötigen Maßnahmen sowie für den Ausbau der eigenen Produktion kann in diesem Rahmen nicht durchgeführt werden.

Zwei wichtige Arten der Monopolrentensteigerung sind zu unterscheiden, einmal die Preiserhöhung, die nicht auf höheren Kosten basiert zum anderen Qualitätsverschlechterung, also niedrigerer Aufwand, bei gleichbleibenden Preisen.

Die letzte Methode ist am undurchsichtigsten und am schwersten zu bewerten, denn generell kann man nichts darüber aussagen, bei welchem Monopolisierungsgrad der Markt so intransparent wird, daß ein Konzern auf diese Weise bei gleichen Umsätzen höhere Gewinne erzielen kann.

Der Monopol- oder Oligopolbetrieb spekuliert in diesem Fall mit der meist nicht möglichen und nicht vorhandenen Sachkenntnis des Käufers. Er kann also auf diese Weise zusätzliche Gewinne erzielen, ohne Reaktionen des Marktes befürchten zu müssen, die bei regelrechten Preiserhöhungen zu erwarten sind. Dieser Gesichtspunkt ist vor allem wichtig, wenn es sich um Güter handelt, bei denen die Nachfrage elastisch und die Auslandskonkurrenz groß ist. Die Qualitätsverschlechterung darf aber auch nicht so weit getrieben werden, daß es selbst dem keine Warenkenntnisse besitzenden Kunden auffällt.

Der Zukauf eines Unternehmens kann auch zur Folge haben, daß der Konzern in der Lage ist, Monopolpreise zu nehmen. Das ist möglich, wenn durch den Aufkauf aus einem Angebotsduopol ein Monopol

wird oder durch den Erwerb des letzten großen Betriebes ein quasi-monopolistischer Markt entsteht. Die Frage, ob überhaupt oder in welcher Höhe Monopolpreise möglich sind, entscheiden letztlich doch die Verhältnisse auf dem Markt.

Machen die Preiserhöhungen für den Verbraucher nur Bagatellbeträge aus, so wird er kaum seine Nachfrage einschränken. Das gleiche gilt, wenn der Konzern ihm eine aufwandsbedingte Qualitätsverbesserung vorspiegelt und der Markt intransparent ist. Die Nachfrage wird in diesem Fall nur dann sinken, wenn z. B. durch den erhöhten Preis für ein Gut des gehobenen Bedarfs eine bestimmte Käuferschicht ausfällt, die sich eine solche Mehrausgabe nicht mehr leisten kann.

Wurden zwar Qualitätsverbesserungen vorgenommen, aber erreichen sie nicht den Wert der Preiserhöhung, so ist ebenfalls eine Monopolrente entstanden, die auf dem Mangel an Markttransparenz beruht. Sie ergibt sich aus der nunmehr größeren Differenz zwischen Aufwand und Ertrag.

Der Fall des klassischen Monopols, dessen Folgen die volkswirtschaftliche Monopoltheorie am besten erklären kann, ist heute wegen seiner Durchschaubarkeit in der Öffentlichkeit selten geworden. Man wird kaum ein Beispiel nennen können, wo es dem Konzern nach dem Aufkauf eines Unternehmens möglich war, zum Zwecke der Erzielung einer größeren Monopolrente seine Preise erheblich zu erhöhen, ohne daß auf seiner Kostenseite ebenfalls eine Steigerung zu verzeichnen war. Unelastische Nachfrage, mangelnde Auslandskonkurrenz, bedingt durch zu hohe Transport- oder Zollkosten, sowie keine Eingriffsmöglichkeiten für den Staat (1) sind die Voraussetzungen, um Monopolrenten ohne Umsatzschwund zu erzielen. Diese kann man auf die Dauer aber auch nur halten, wenn z. B. durch zu hohe Anlagenintensität die Gefahr neuer Konkurrenz gering ist und keine generelle Einkommensschmälerung den Umsatz gefährdet.

(1) Preinreich, G. A. D.: "Economic Theories of Goodwill in: The Journal of Accountancy", Vol. 68, New York 1939, S. 175

Fehlen diese Voraussetzungen ganz oder teilweise, so wird sich das entsprechend der Lage des Einzelfalles verschieden auf den Umsatz des Konzerns auswirken. In unserer generellen Betrachtung kann hierauf nicht näher eingegangen werden.

b. In zunehmendem Maße haben sich in den letzten Jahrzehnten die Markenartikel den Markt erobert. Unter Markenartikel verstehen wir Erzeugnisse, die in gleichbleibender Qualität, oft auch gleicher Form und Verpackung, geliefert werden und mit einem bestimmten Warenzeichen versehen sind. Durch dieses bürgt der Hersteller für die angekündigte Qualität.

Der Verbraucher weiß also genau, was er kauft und wird durch dies Wissen veranlaßt, bei der Wahl zwischen verschiedenen Erzeugnissen den Markenartikel vorzuziehen, ja oft sogar dann, wenn er teurer ist als die Konkurrenzprodukte.

Der Hersteller solcher Artikel hat also eine Art Monopol, das auf der Meinung des Verbrauchers basiert. Da diese aber auf Grund einer bestimmten Qualität entstand, muß sie auch immer erhalten bleiben. Welche Wichtigkeit diesem Tatbestand in der Praxis zugemessen wird, zeigt sich darin, daß die Firma Henkel in der Nachkriegszeit ihren notwendigerweise schlechten Waschmitteln die verschiedensten Namen gab. Die in Deutschland bekannte Marke Persil wurde aber erst wieder verwendet, als man wieder die guten Rohstoffe zur Verfügung hatte, mit der die bekannte Qualität zu erreichen war.

Ein solches, den Wettbewerb einschränkendes Meinungsmonopol kann dazu führen, daß selbst qualitätsmäßig gleiche Produkte, manchmal sogar noch billiger angeboten, nicht oder nur in geringem Maße gekauft werden.

Es ist möglich, daß ein Konzern eines seiner Produkte selbst unter Preisnachlässen nicht in gewünschtem Ausmaß absetzen kann, da ihm ein solches Meinungsmonopol gegenübersteht.

Der Konzernleitung stehen zwei Wege offen, um dieses Monopol zu überwinden. Erstens kann sie unter hohem Kostenaufwand an Entwicklung und besonders an Reklame ein eigenes dem anderen gleichwertiges oder besseres Markenerzeugnis auf den Markt bringen, daß bestimmte Umsätze erreichbar sind. Zweitens aber kann sie, wenn sie hierzu die Möglichkeit hat, das betreffende Konkurrenzunternehmen aufkaufen, muß aber für das Meinungsmonopol einen Mehrpreis zahlen. Die Höchstgrenze dieses Preises liegt bei der Summe der addierten Gewinnvorteile aus der zu erwartenden Umsatzsteigerung oder Preiserhöhung, abzüglich der Kosten für die Qualitätsverbesserung des eigenen Produktes.

Diese muß besonders dann vorgenommen werden, wenn das Erzeugnis im Konzern nur eines unter vielen war und, um überhaupt absetzbar zu sein, zu einem Preis verkauft wurde, der unter dem des Markenartikels lag. Voraussetzung für eine solche Rechnung ist aber die Aufnahmefähigkeit des Marktes für eine solche erhöhte Produktion.

Besteht diese aber nicht, so würde eine Umsatzerhöhung in den alten Konzernunternehmen auf Kosten der neuen gehen; der Endeffekt wäre dann, daß durch den Aufkauf keine Gewinnvorteile für den Gesamtkonzern entstehen und ein Mehrpreis nicht gerechtfertigt ist.

Aber selbst, wenn ein aufnahmefähiger Markt vorliegt, können die alten Konzernunternehmen ihre Produktion nur durch zusätzlichen Reklameaufwand erhöhen. Das ist nur dann nicht der Fall, wenn das Markenartikelunternehmen die Nachfrage nach seinem Produkt aus irgendwelchen Gründen nicht befriedigen konnte oder wollte. Die Verbraucher mußten also gezwungenermaßen die Konkurrenzprodukte kaufen, obwohl ihnen der Markenartikel lieber gewesen wäre.

Basiert aber der Umsatz der Konkurrenten nicht auf diesem Umstand, sondern z. B. auf niedrigeren Preisen, örtlichen Kaufgewohnheiten usw., so müssen Reklameaufwendungen gemacht oder sogar gewisse

Preisnachlässe gewährt werden. Die hierbei entstehenden Kosten bzw. Gewinnverluste sind von dem oben errechneten Wert abzusetzen, da sonst ein zu hoher Mehrwert gezahlt würde.

III. Die Berechtigung eines Mehrpreises für das zu erwerbende Unternehmen

In den vorangegangenen Ausführungen haben wir die Erfolgsvorteile herausgearbeitet, die sich als Folge der Eingliederung der betreffenden Unternehmung ergeben. Jetzt kann man die Frage beantworten, ob die Konzernleitung einen den objektiven Wert übersteigenden Mehrpreis zahlen darf, wenn er gefordert wird.

Ein solcher Überpreis ist aber nicht immer gerechtfertigt, weshalb jeder Fall genau geprüft werden muß. Außerdem hat man sich bei dieser Analyse immer vor Augen zu halten, daß es sich hierbei um eine Zukunftsrechnung handelt, bei der gewisse Unsicherheiten nicht auszuschalten sind.

Aus diesem Grund muß man bei der Bewertung sehr vorsichtig vorgehen, vor allem aber auch bei der Ansetzung der schwer bewertbaren Kosten- bzw. Ertragsschwellenvorteile. In diesen Fällen ist es ratsam, daß die Konzernleitung bei Berechnung derartiger Vorteile nicht die erwarteten Höchstwerte, sondern die Niederstwerte ansetzt. Sie darf aber auch diese nur in die Rechnung einbeziehen, wenn das Entstehen der Schwellenvorteile mit sehr großer Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist.

Die gleichen Überlegungen sollten beim Ansatz der Erfolgsvorteile aus Wettbewerbseinschränkungen gemacht werden. Besondere Vorsicht ist bei Berechnung dieser Vorteile deshalb am Platz, weil die zukünftige Entwicklung auf dem Markt viel weniger genau einzuschätzen ist als die Kostenentwicklung im Betrieb. Aus diesem Grunde

muß man die Marktverhältnisse besonders sorgfältig analysieren, um keine Bewertungsfehler zu begehen.

Allein die Erfolgsvorteile, die sich durch den Aufkauf beim Bestehen des Meinungsmonopols von Markenartikeln ergeben, sind, wie wir oben sahen, einigermaßen bestimmbar.

Die Konzernleitung kann für die nach der Eingliederung zu erwartenden Kostenvorteile ohne große Bedenken einen Mehrpreis gewähren, allerdings nur unter Abzug etwaiger Umstellungskosten, da diese Vorteile verhältnismäßig exakt erfaßbar sind.

Zusammenfassend ist also zu sagen, daß eine Konzernführung unter gewissen Voraussetzungen einen den festgestellten objektiven Wert übersteigenden Kaufpreis zahlen kann, ohne wirtschaftliche Nachteile befürchten zu müssen. Diese sind unwahrscheinlich, wenn eine Prüfung der Verhältnisse im neuen Betrieb und in den alten Konzernunternehmen ergibt, daß mit großer Wahrscheinlichkeit Kostenersparnisse oder Preisvorteile als Folge der Eingliederung erwartet werden können.

D. Eingliederung einer Unternehmung durch Paketaufkauf von

Wertpapieren

I. Der für die wirtschaftliche Eingliederung notwendige Grad der Beherrschung der neuen Unternehmung

1. Begriff und allgemeine Voraussetzungen der Beherrschung

Sehr viele der für einen Aufkauf in Frage kommenden Unternehmen, vor allem die größeren, treten im Wirtschaftsleben als Aktiengesellschaften auf. Entschließt sich der Konzern zu einer Eingliederung, so stehen ihm, wenn man von den Fällen der Familien- oder Einmann-AG absieht, zwei Möglichkeiten des Erwerbes zur Verfügung.

Entweder kann ein ganzes Aktienpaket erworben werden, oder man muß versuchen, an der Börse nach und nach eine Mehrheit von Aktien aufzukaufen. Den letzteren Fall hatten wir schon früher aus unserer Betrachtung ausgeschlossen (1), da bei einem solchen anonymen Aufkauf von seiten des Konzerns keine Möglichkeit besteht, den Wert des betreffenden Unternehmens feststellen zu lassen. Dessen Rechnungswesen kann ja in diesem Fall nicht geprüft werden.

Gelingt es aber der Konzernleitung, den Inhaber eines Aktienpaketes zur Veräußerung zu veranlassen, so ist die Lage günstiger. In den meisten Fällen repräsentiert das Paket eine Mehrheit der Anteilsrechte, zumindest aber eine solche Minderheit, die dem Inhaber erlaubt, Vertrauensleute in Vorstand und Aufsichtsrat zu senden, die dann eine Prüfung zum Zwecke der Wertfeststellung ermöglichen.

Durch den Kauf des Aktienpaketes muß der Konzern in der Lage sein, das Unternehmen zu beherrschen, wenn er es in den einheitlichen Wirtschaftsplan einordnen will.

Die Beherrschung hängt aber von den verschiedensten Umständen ab. Diese bedürfen einer Klärung, bevor an eine Bewertung der Aktiengesellschaft oder eine Prüfung der Berechtigung eines etwaigen Paketzuschlages gedacht werden kann.

Aus diesem Grunde wird es am besten sein, wenn man zuerst den Begriff und die Voraussetzungen der Beherrschung untersucht.

Ein Unternehmen beherrscht meistens dann ein anderes, wenn es in der Lage ist, diesem Weisungen zu erteilen, die befolgt werden müssen. In unserem Fall bedeutet das: verlangt die Konzernleitung vom neuen Mitglied bestimmte Handlungen, so muß dessen Vorstand diese vornehmen. Weigert sich dieser, dann würde er wahrscheinlich von der Hauptversammlung, deren Mehrheit in der Hand des Konzerns ist, zur Rechenschaft gezogen werden.

(1) S. 92/93 Ausf.

Die Beherrschung eines Unternehmens hängt von so vielen Umständen ab, daß der Besitz einer Aktienmehrheit hierfür nicht ohne weiteres genügt: Passow (1) bestätigt dies, indem er sagt: "Freilich ist nicht eine einfache Regel dafür zu geben, wann bei solcher Beteiligung die Herrschaft über ein Unternehmen so groß ist, daß es als Bestandteil des Konzernes anzusehen ist."

Die Meinungen über die Frage, bei welchem Aktienbesitz von Beherrschung gesprochen werden kann, sind in Literatur und Praxis sehr verschieden. Das erklärt sich wohl daraus, daß jeder Einzelfall besonders einzuschätzen ist und die Urteilenden ihre Ansichten meistens aus den Erfahrungen eines speziellen Falles ableiteten.

Schloß z. B. das betreffende Unternehmen vor dem Aufkauf längerfristige Verträge, so kann eine Herrschaftsbeschränkung vorliegen, wenn sie vor Vertragsablauf nicht kündbar sind und die Erfüllungshandlungen nicht in das Wirtschaftskonzept des Konzernes passen. Die Herrschaftsbeschränkung führt aber aus der Sicht des Konzernes zu einer Wertminderung der Unternehmung.

Eine ähnliche Situation ergibt sich, wenn einer Minderheit bestimmte bindende Zusagen hinsichtlich der Art der Geschäftsführung gegeben wurden, ein Fall, auf den Haussmann (2) hinweist.

Solche Zusagen können z. B. dadurch entstanden sein, daß eine frühere Mehrheit durch Verkauf zur Minderheit wurde, aber die Veräußerung nur unter diesen Bedingungen möglich war. Diese Zusagen an die betreffende Minderheit werden meist in Vertragsform gekleidet sein und stellen ein weder in der Satzung noch im Gesetz verankertes spezielles Minderheitsrecht dar.

(1) Passow, R.: "Betrieb, Unternehmung, Konzern", Jena 1925, S. 108

(2) Haussmann, F.: "Die Tochtergesellschaft", Berlin 1923, S. 25

Neben diesen von keiner Mehrheit gleich welcher Größe ohne weiteres auszuschaltenden Sonderfällen, die den Einfluß der Obergesellschaft einschränken, hängt die Herrschaft über ein Unternehmen noch von anderen, beeinflufßbareren Umständen ab. Je nachdem, welcher Art diese sind, müssen verschiedene Mehrheiten in der Hauptversammlung erreicht werden, damit die Unternehmensführung die Weisungen der herrschenden Gesellschaft befolgt.

Für die Klärung dieser Fragen ist neben der Kenntnis der Pakethöhe vor allem auch die der Besitzverhältnisse der nicht in Konzerneigentum übergehenden Anteilsrechte wichtig.

Außerdem muß die Gesetzgebung daraufhin untersucht werden, welche Mehrheiten sie für entscheidende Beschlüsse, z. B. Satzungsänderungen, verlangt oder welche Rechte sie den Minderheiten zubilligt. Von diesen gesetzmäßigen Regelungen hängt wieder die Einflußnahme der satzungsmäßigen Minderheitsrechte auf die Beherrschung des Unternehmens ab.

2. Pakethöhe und Eigentumsverhältnisse der nicht in Konzerneigentum übergehenden Anteilsrechte

An den Anfang unserer Untersuchungen wollen wir die Frage nach der Höhe des zu erwerbenden Aktienpaketes stellen. Es ist hier einmal zu klären, ob das zu veräußernde Aktienpaket eine Mehrheit oder eine Minderheit des Aktienkapitals repräsentiert, zum anderen, ob zur Durchsetzung wichtiger Beschlüsse eine einfache Mehrheit genügt oder eine qualifizierte von z. B. $2/3$ des Kapitals verlangt wird.

Der Erwerb eines Minderheitspaketes ist für den Konzern nur dann von Wert, wenn er mit diesem die Herrschaft ausüben kann. Ob das möglich ist, hängt, abgesehen von anderen Umständen, vor allem von den Besitzverhältnissen der nicht auf den Konzern übergehenden Anteilsrechte ab.

Als wichtigste Voraussetzung für die Minderheitenbeherrschung muß das Vorhandensein von Kleinaktionärstum angesprochen werden, da nur im Falle einer nicht koordinierten Mehrheit in der Hauptversammlung der Konzern seinen Willen durchsetzen kann. Ein derartiges Verhalten der Aktionäre ist deshalb möglich, weil sich solche Kleinaktionäre kaum zu einer Gemeinschaft zusammenfinden werden, um gegen die Wirtschaftspolitik ihrer vom Konzern geführten Unternehmung zu opponieren, da sie an Maßnahmen, die nicht der Kapitalsicherung und einer regelmäßigen Dividende dienen, selten interessiert sind.

Läge nun eine solche Minderheitenbeherrschung vor, so würde die notwendige regelmäßige Gewinnausschüttung eine Wertminderung für den Konzern darstellen, da laufend Werte in Form der Zahlungen an die Aktionäre den Konzernbereich verlassen. Allerdings ständen dem die Ersparnisse durch den Erwerb eines kleineren Anteils am Kapital der betreffenden Unternehmung gegenüber.

Sollte es dem Konzern durch diese außergewöhnlichen Umstände möglich sein, trotz eines Minderheitenbesitzes die Herrschaft über das andere Unternehmen auszuüben, so wäre das auf lange Sicht gesehen für eine wirtschaftliche Eingliederung doch eine unsichere Basis. Die Umstände, welche die Minderheitsherrschaft begünstigten, können sehr schnell wegfallen. Am unsichersten ist es, damit zu rechnen, daß beim Vorhandensein von Kleinaktionärstum das volle Aktienkapital niemals auf der Hauptversammlung vertreten ist. Dieser Ansicht war Haussmann (1). Gerade Kleinaktionäre übertragen häufig ihr Stimmrecht den Banken, bei denen sie ihre Aktien deponiert haben. Häufig nehmen sich die Geldinstitute auch das Recht der Stimmausübung, ein Mißbrauch, der gerade in Deutschland nicht selten ist.

Die Bankvertreter werden nun einmal dafür sorgen, daß das Aktienkapital voll vertreten wird, zum anderen aber so handeln, als ob sie

(1) Haussmann, F.: a. a. O., S. 24

Großaktionäre wären. Ihnen kommt es im Gegensatz zu den Kleinaktionären kaum auf eine regelmäßige Dividende für die Anteils-eigner an, sondern meist mehr auf die Sicherung und gute Verzinsung ihrer Kredite sowie auf die Beeinflussung der Geschäftsführung. Aber gerade diese wird durch die Eingliederung in einen Konzern meist eingeschränkt.

Selbst, wenn die eben erwähnten ungünstigen Wirkungen auf die Herrschaft des Unternehmens nicht beständen, bleibt doch die Gefahr bestehen, daß Kleinaktionärstum durch Großaktionärstum abgelöst wird.

Die Gefahr ist besonders groß, wenn das Unternehmen schon eingliedert wurde und für die Zukunft große Gewinne zu erwarten sind. Tritt dann aber der Fall der Bildung von Großaktionärstum ein, so wird der Konzernleitung meist nichts weiter übrig bleiben, als zu versuchen, die restlichen Anteile aufzukaufen, da Großaktionäre fast immer die Dispositionen der Leitung stören. Der Kauf wird in der Regel nur durch die Bezahlung beträchtlicher Paketaufschläge auf die Börsenkurse möglich sein.

Die Folge hiervon ist, daß der Konzern im Endeffekt einen Preis gezahlt hat, der den Unternehmenswert übersteigt, oft sogar einschließlich der Erfolgsvorteile aus der Eingliederung.

Alle diese Gefahren für die Beherrschung des Unternehmens lassen erkennen, daß auf die Dauer eine Minderheitenherrschaft nicht möglich ist. Ein Konzern, der das zu erwerbende Unternehmen wirtschaftlich eingliedern will, muß also von vornherein versuchen, ein Mehrheitspaket zu kaufen.

Auch, wenn das zu erwerbende Aktienpaket mehr als 50 % der Anteilsrechte umfaßt, ist es für die Beherrschung doch nicht unerheblich, ob der Rest sich in Händen von Groß- oder Kleinaktionären befindet.

Haben letztere den übrigen Aktienbesitz, so kann die Konzernleitung mit einer Mehrheit von 51 % fast immer ihre wirtschaftlichen Maßnahmen durchführen. Nach deutschem Aktienrecht ist sie auch hinsichtlich der Gewinnverwendung nicht gebunden und kann durch den von ihr eingesetzten Vorstand Selbstfinanzierung in großem Ausmaß betreiben. In der Schweiz ist das nicht ohne weiteres möglich, weil dort der Art. 660 Obligationenrecht das Recht auf Dividende stipuliert und auch die Möglichkeit der richterlichen Nachprüfung schafft.

Aber auch bei einem Mehrheitsbesitz besteht für den Konzern die Gefahr, daß Interessenten den Kleinaktienbesitz aufkaufen.

Liegt der Rest der Anteilsrechte zu einem Teil sogar in den Händen von Kleinstaktionären, so kann sich noch eine besondere Situation ergeben. Befindet sich der andere Teil der nicht in Konzernbesitz übergegangenen Aktien bei Investmentgesellschaften oder den sogenannten Kapitalsammelbecken, z.B. Versicherungen, die nur einen bestimmten Prozentsatz des Aktienkapitals besitzen dürfen, so können diese trotzdem wie Großaktionäre wirken. Das ist vor allem dann der Fall, wenn sich mehrere zusammenfinden, die oft die gleichen Interessen haben, welche denen der Konzernführung oft entgegengesetzt sind. Da Kleinstaktionärsbesitz kaum auf Hauptversammlungen vertreten sein wird, können derartige Unternehmen ihre Ziele besonders gut verfolgen.

Eine Einschränkung erfährt dies allerdings dadurch, daß in den letzten Jahrzehnten das Management eine immer größere Rolle gespielt hat und noch spielt. Die Großaktionäre des Unternehmens, dessen Mehrheitsbesitz sich in den Händen des Konzernes befindet, werden selten noch durch die Stimmabgabe in der Generalversammlung einen stärkeren Einfluß auf die Wirtschaftspolitik und -führung der Unternehmung ausüben können.

Die Konzernleitung wird sich ja nicht mit der Besetzung der Vorstands- und Aufsichtsratsposten begnügen, sondern auch für die Besetzung der Stabsstellen sorgen. Hierdurch gewinnt die Konzernführung den Aktionären gegenüber einen entscheidenden Vorteil, denn bei der heutigen meist komplizierten Unternehmensstruktur lassen sich Fachleute relativ schlecht ersetzen.

Die Herrschaft des Konzernes wird allerdings dann eingeschränkt, wenn im Gesetz oder in der Satzung sogenannte Sperrminoritäten festgelegt sind. Liegen die nicht in Konzerneigentum befindlichen Anteile in Händen von Kleinaktionären, so reicht meistens zur Beherrschung des Unternehmens eine Mehrheit von 51 % aus, denn zu einer Sperrminorität werden sich die Kleinaktionäre kaum zusammenfinden.

Muß aber die Konzernführung damit rechnen, daß Großaktionäre die restlichen Anteile besitzen, dann ist sie meistens gezwungen, bestimmte Mehrheiten zu erwerben, die oft die 51 % weit übersteigen und bis zu 90 % und mehr gehen können. Die Konzernleitung kann sich in diesem Fall nicht mehr darauf verlassen, daß die Aktionäre keine Sperrminorität bilden werden, denn die befindet sich hier oft schon in einer Hand.

3. Störungsmöglichkeiten durch Minderheitsrechte

Minderheitsrechte können also im Gesetz oder in der Satzung verankert sein.

Sperrminoritäten satzungsmäßiger Art kann die Konzernleitung insofern umgehen, indem sie Mehrheiten aufkauft, die Satzungsänderungen erlauben. Auch die Größe dieser Mehrheiten wird meist durch die Satzung bestimmt.

Die entsprechenden Regelungen im Gesetz sind in den verschiedenen Rechtskreisen sehr unterschiedlich. In diesen Ausführungen sollen

nur die Bestimmungen des deutschen und des schweizerischen Rechts erörtert werden.

§ 146 des deutschen Aktiengesetzes sieht für Satzungsänderungen eine Mehrheit von 75 % der Stimmen und Kapitalanteile vor. Diese Regelungen im deutschen Recht sind auf die Tendenz der Zurückdrängung des "anonymen Kapitals" zurückzuführen, die in dem 1937 entstandenen Aktienrecht vorherrscht.

Diese Mehrheitsklausel im deutschen Aktiengesetz stellt eine Ergänzung zu anderen Bestimmungen des gleichen Gesetzes dar, durch die Um- oder Neugründungen von Aktiengesellschaften nötig wurden. Bei dieser Gelegenheit nahm man dann meistens Bestimmungen in die neue Satzung auf, welche die Stellung des Vorstandes verstärkten. Wegen der erwähnten Mehrheitsklausel konnte diese nur unter Schwierigkeiten aus dem Weg geräumt werden.

Für deutsche Konzerne hat die Festlegung einer Dreiviertelmehrheit besonders dann Bedeutung, wenn in der Satzung der zukünftigen Konzernunternehmung Minoritätsrechte verankert sind, die eine Herrschaftsbeschränkung darstellen.

Im Rahmen des schweizerischen Obligationenrechtes wird die satzungsändernde Mehrheit im Art. 648 (1) behandelt. Für Statutenänderungen wird hier eine qualifizierte Mehrheit von 2/3 verlangt. Die absolute Beherrschung schweizerischer Aktiengesellschaften ist also schon beim Besitz einer kleineren Mehrheit als in Deutschland möglich. Dem stehen aber gesetzliche Minoritätsrechte gegenüber, die Herrschaftsbeschränkungen bedeuten und in dieser Art im deutschen Recht kaum zu finden sind.

(1) Guhl, T.: "Das neue Aktiengesellschafts- und Genossenschaftsrecht der Schweiz", Zürich 1937, S. 22

Diese sogenannten wohlerworbenen Rechte werden im Artikel 646 (1) folgendermaßen definiert: "Wohlerworbene und dem einzelnen Aktionär nicht gegen seinen Willen entziehbare Rechte sind einerseits diejenigen, die vom Gesetz oder von den Statuten ausdrücklich als von den Beschlüssen der Generalversammlung oder der Verwaltung unabhängig erklärt werden, und andererseits die Rechte auf Teilnahme und Beteiligung an den Verhandlungen der Generalversammlung selbst."

Art. 697 nennt als wichtigste Beispiele das Recht auf Auskunft und Kontrolle der Geschäftsführung sowie das Recht auf Dividende. Letzteres stellt aber ein generelles Recht dar und ist nicht so auszulegen, daß auch dann Dividende zu zahlen ist, wenn kein Gewinn erzielt wird. Die Bestimmung ermöglicht aber eine richterliche Nachprüfbarkeit der Gewinnerzielung, wodurch der unbeschränkten Gewinnverwendung nach den Wünschen der Mehrheit eine Grenze gesetzt wird.

In Deutschland kann die herrschende Mehrheit die Inhaber der Restanteile "aushungern" und so zum Abstoß ihrer Papiere bringen. Der Konzern braucht also keine Rücksicht zu nehmen und kann die Gewinne ganz in seinem Sinne verwenden, während in der Schweiz im Falle der Gewinnerzielung eine gewisse Mindestdividende nicht zu umgehen ist, wenn man eine richterliche Prüfung vermeiden will.

Entschließt sich in Deutschland eine Konzernleitung zum Aufkauf einer Aktiengesellschaft, so braucht sie durch ein eventuelles Auskunfts- und Kontrollrecht keine Beschränkung ihrer Herrschaft zu befürchten. Prinzipiell stehen den Aktionären diese Rechte zwar zu, werden aber durch bestimmte Regelungen so eingeschränkt, daß sie ihre Wirkung verlieren.

Einmal darf man nur Auskunft von Angelegenheiten verlangen, die auf der Tagesordnung der betreffenden Hauptversammlung stehen, zum anderen kann sogar die Auskunft verweigert werden, wenn es

(1) Guhl, T.: a.a.O., S. 23/24

"die überwiegenden Belange des Unternehmens oder der gemeine Nutzen von Volk und Reich erfordern" (1). Mit diesen dehnbaren Begriffen kann man also jederzeit das Auskunftsrecht beschränken.

Das Auskunftsrecht der Aktionäre in der Schweiz ist dagegen viel stärker ausgebildet und stellt deshalb für die Inhaber des Mehrheitsbesitzes eine echte Herrschaftsbeschränkung dar. Es ist dies aber nicht die einzige, da die im schweizerischen Gesetz vorgesehene Kontrollstelle in den drei Jahren ihrer Amtszeit ebenfalls störend wirken kann, wenn sie von Treuhandgesellschaften geführt wird, die zu einer objektiven Haltung verpflichtet sind.

Als eines der wichtigsten Minoritätsrechte muß aber das Kontrollrecht der Aktionäre betrachtet werden, so wie es im Aktiengesetz von 1936 gefaßt wurde. Danach kann der Richter die Gesellschaft dazu veranlassen, dem Aktionär über bestimmte für die Ausübung des Kontrollrechtes erhebliche Tatsachen durch beglaubigte Abschriften von ihren Geschäftsbüchern oder von ihren Korrespondenzen Auskunft zu erteilen.

Am eindeutigsten zeigt sich die Unterschiedlichkeit der Bedeutung des Aktionärstums in Deutschland und in der Schweiz in der Aufgabenstellung.

Die Generalversammlung ist im schweizerischen Recht sogar für die Bilanzaufstellung verantwortlich, während nach dem deutschen AG-Gesetz die Hauptversammlung nicht einmal das Recht der Aufstellung der Gewinn- und Verlustrechnung hat. Die Hauptversammlung darf nur über den von Vorstand und Aufsichtsrat gemachten Vorschlag abstimmen.

(1) § 112 des deutschen Aktiengesetzes

II. Bewertung des Unternehmens und die Berechtigung eines etwaigen Paketzuschlages

In den folgenden Ausführungen soll versucht werden, durch Abwägen der Erfolgsvorteile der Eingliederung einerseits sowie der Herrschaftsbeschränkungen andererseits die Berechtigung eines Zuschlages auf den objektiven Wert oder auf den Börsenkurs festzustellen.

1. Der Wert vor der Integration und Erfolgsvorteile der Eingliederung

Die richtige Ermittlung des objektiven Wertes, der auch hier der Maßstab aller Wertrechnungen ist, kann nicht immer gewährleistet werden, da bei Paketaufkäufen der Gesellschaftscharakter eine große Rolle spielt. Nur über den bisherigen Paketinhaber erhält der Gutachter überhaupt Zutritt zu den Rechnungsunterlagen der zu prüfenden Unternehmung. Der Verkäufer des Aktienpaketes hat es also in der Hand, einem Gutachter Einblick zu verschaffen oder nicht.

Daher muß dieser Punkt an den Anfang der Verhandlungen gesetzt werden, um zu einer objektiven Bewertung zu kommen. Der Majoritätsaktionär wird hierzu im Falle eines positiven Verhandlungsausganges die Voraussetzungen schaffen. Wenn dann der objektive Wert ermittelt ist, müssen die zu erwartenden Erfolgsvorteile der Eingliederung geschätzt werden, um den subjektiven für den Konzern wichtigen Unternehmenswert zu erhalten. Dieser bildet die Obergrenze, die nicht überschritten werden darf.

2. Der Wert nach der Integration und die Preisforderung

- a. Dem so ermittelten Unternehmenswert steht der von dem Paketinhaber geforderte Preis gegenüber.

Es kann vorkommen, daß das zu veräußernde Paket das volle Aktienkapital umfaßt. Das wird allerdings nur in den oben genannten Fällen der Einmann-AG oder der Familien-AG möglich sein.

Wenn also ein 100-%iges Paket verkauft wird, stellt ein geforderter Zuschlag nichts weiter dar als einen Mehrpreis auf den objektiven Wert. An der Börse konnte sich ja kein Kurs bilden, da die Aktien nicht gehandelt wurden, so daß von dieser Seite kein Einfluß wirksam ist. Da auch keine Herrschaftsbeschränkungen eintreten können, liegt eine solche Bewertung auf der gleichen Ebene wie die im Punkt C unserer Ausführungen behandelte.

b. Umfaßt das zu veräußernde Aktienpaket dagegen weniger als 100 %, so stellen sich der Bewertung mannigfache Schwierigkeiten entgegen, die in manchen Fällen nur durch Schätzungen überbrückt werden können.

In unserer Untersuchung müssen wir zwei Fälle unterscheiden. Im ersten kann der Konzern ein Aktienpaket mit absoluter Mehrheit kaufen. Diese schließt allerdings auch die unbedingte Herrschaft ein, wenn die für Satzungsänderungen erforderliche Mehrheit erreicht wird. Im zweiten Fall besteht zwar die Möglichkeit, ein Aktienpaket von über 50 % zu erwerben, aber die für die absolute Herrschaft notwendigen Mehrheiten werden nicht erreicht.

Diese beiden Fälle sind getrennt zu untersuchen, da sich hinsichtlich der Eingliederung unterschiedliche Folgen ergeben, die auch den jeweiligen subjektiven Wert verändern.

Generell kann man nichts darüber aussagen, wieviel Prozent der Anteile ein Aktienpaket umfassen muß, um die unbedingte Beherrschung zu garantieren. Das hängt neben den verschiedenen Regelungen in den jeweiligen Ländergesetzgebungen vor allem auch von den Bestimmungen der betreffenden Satzungen ab.

Ist das zu erwerbende Aktienpaket groß genug, um Statutenänderungen zu ermöglichen, so wäre an sich die Herrschaft des Konzerns manifestiert. Existieren aber spezielle, z.B. auf schwer kündbaren Ver-

trägen basierende Minderheitsrechte, so kann der Wert der Unternehmung für den Konzern kleiner werden.

Es ist möglich, daß in derartigen Verträgen die Art der Geschäftsführung im voraus festgelegt wurde, wodurch eine organische Eingliederung in den Konzern zumindest sehr erschwert wird. Das hat zur Folge, daß die Erfolgsvorteile, die man sich aus der Eingliederung versprach, nicht oder nur zum Teil auftreten. Aus diesem Grunde dürfen sie auch nicht in die Preiskalkulation einbezogen werden.

Die wertmindernde Wirkung solcher Minderheitsrechte ist also hauptsächlich auf den Fortfall einiger oder sämtlicher Erfolgsvorteile der Eingliederung zurückzuführen.

Hat das Unternehmen Verträge mit Dritten geschlossen, die Produktion und Absatz in eine bestimmte Richtung lenken, so ist ebenfalls eine wertmindernde Wirkung festzustellen. Liegen z.B. langjährige Abnahme- oder Lieferungsverträge vor, so werden die erwarteten Erfolgsvorteile sehr wahrscheinlich ausbleiben, da zwar der finanzielle, nicht aber der wirtschaftliche Anschluß erreichbar ist.

Über die Wirkungen von Herrschaftsbeschränkungen, wie wir sie eben schilderten, sind in einer generellen Betrachtung keine weiteren Aussagen möglich, da es ganz auf den Einzelfall ankommt, welche Erfolgsvorteile erwünscht und wie die betreffenden Verträge im einzelnen gestaltet sind.

Wenn allerdings ein konkreter Bewertungsfall vorliegt, so können die Herrschaftseinschränkungen, die auf den vertraglichen Bindungen beruhen, auf dem Umweg über den Fortfall der Erfolgsvorteile berechnet werden, da deren Wert ja bekannt ist.

Das Recht des Aktionärs von Schweizer AG. erfährt durch die Möglichkeit der richterlichen Überprüfung eine nachdrückliche Unterstützung. Selbst wenn ein schweizerischer Konzern ein Mehrheitspaket besitzt, das die unbedingte Herrschaft ermöglicht, kann er eine

Mindestgewinnausschüttung nicht umgehen, wenn die richterliche Nachprüfung und der damit verbundene Einblick in die Geschäftsführung vermieden werden soll.

Diese Mindestdividende stellt ebenfalls eine subjektive Wertminderung dar und ist deshalb näher zu bestimmen.

Zahlenmäßig wird allerdings auch das wieder nur im konkreten Einzelfall möglich sein. Es kommt z.B. ganz darauf an, wieweit man den Aktionären eine schlechte Ertragslage glaubhaft machen kann, wie hoch die durchschnittliche Dividende bei ähnlichen Unternehmen liegt und vor allem, in welcher Gesamtwirtschaftslage man sich befindet.

Sehr oft wird ein Mehrheitspaket unter Zugrundelegung der Börsenkurse verkauft. Außerdem wird in diesen Fällen meistens noch ein Paketaufschlag verlangt. Börsenkurse sind aber niemals der richtige Ansatzpunkt zur Bewertung der betreffenden Anteile, da bei der Entstehung der Kurse zu viele irrationale Momente mitspielen.

In unserem Falle kommt hinzu, daß durch die Paketbildung sowieso nur die Minderheit der Aktien an der Börse gehandelt werden kann. Aus diesem Grunde ist die Kursbildung noch weniger repräsentativ.

Der Forderung des Paketinhabers nach Zugrundelegung der Börsenkurse kann die Konzernleitung nur begegnen, wenn sie den objektiven Unternehmenswert als Maßstab der Bewertung in die Diskussion bringt.

Der subjektive Wert des Aktienpaketes, das die absolute Beherrschung gewährleistet, setzt sich aus mehreren Elementen zusammen: erstens aus dem objektiven Unternehmenswert, in dem auch die Ersparnisse enthalten sind, die dadurch gemacht werden, daß nicht volle 100 % erworben werden müssen; zweitens aus den zu erwartenden Erfolgsvorteilen der Eingliederung abzüglich des Wertes der kapitalisierten Mindestausschüttung; letzteres fällt aber in Deutschland weg.

Beim Bestehen vertraglicher Einschränkungen sind deren negative Wirkungen auf den Wert in Form eines Abzuges in Ansatz zu bringen.

Der Wert, der sich aus diesen Berechnungen ergibt, stellt die Obergrenze dar, bis zu der die Konzernführung in den Preisverhandlungen gehen kann. Diese Grenze ist absolut, denn im Fall der Einigung auf einen Preis in dieser Höhe würden dem Verkäufer wertmäßig praktisch sämtliche Vorteile der Eingliederung zufallen. Es wäre für den Konzern günstiger, wenn seine Leitung bei den Kaufverhandlungen die Zugrundelegung nicht des Gesamtwertes, sondern des aus diesem abgeleiteten Teilwertes der Paketanteile durchsetzen könnte. Das bedeutet aber, daß der effektive Aktienwert zur Basis der Bewertung wird. Auf welchen Preis sich aber die Parteien schließlich einigen, soll den dafür vorgesehenen Verhandlungen überlassen bleiben.

Zum Schluß unserer Ausführungen soll noch kurz auf den Fall des Erwerbes eines Aktienpaketes eingegangen werden, das zwar 51 % der Anteile umfaßt, aber nicht die absolute Beherrschung gewährleistet. Exakte Bewertungen sind hierbei kaum möglich, da niemand wissen kann, in welchem Maß die in den Satzungen oder im Gesetz festgelegten Minoritätsrechte ausgenutzt werden. Ihre Inanspruchnahme erscheint aber sicher, wenn die Restanteile sich in Händen von Großaktionären befinden und es gilt, die Beherrschung durch den Konzern einzuschränken.

Hierdurch erwachsen der organischen Eingliederung oft unüberwindbare Schwierigkeiten.

Das braucht aber nicht immer der Fall zu sein. Es kann vorkommen, daß von der Minderheit nur der absolute Herrschaftsanspruch bekämpft wird, die Vorteile bringende wirtschaftliche Eingliederung aber nicht. Die Reaktionen der Inhaber der Restanteile sind aber so schwer abzuschätzen, daß selbst im konkreten Fall exakte Bewertungen kaum möglich sind.

Aus all diesen Gründen ergibt sich, daß die Konzernleitung in der Bemessung ihres Preisangebotes nicht vorsichtig genug sein kann.

Das gilt vor allem dann, wenn spezielle Minderheitsrechte bestehen, die die Herrschaft beschränken und die Eingliederung erschweren, so daß die erhofften Erfolgsvorteile ausbleiben. Kennt man die Wirkungen bestimmter Minoritätsrechte auf die Eingliederung aber nicht, so sollte man im Zweifelsfall erwartete Erfolgsvorteile nicht in die Kalkulation einbeziehen. Ihrem Wirksamwerden haftet zu große Unsicherheit an.

In der Schweiz muß außerdem noch die wertmindernde Wirkung der Mindestdividende berücksichtigt werden. In vorliegendem Falle ist sie deshalb von großer Bedeutung, weil die nicht im Konzernbesitz befindlichen Restanteile einen sehr großen Prozentsatz des Aktienkapitals ausmachen.

Als letztes wäre noch die Frage eines etwaigen Paketzuschlages zu klären. Gerade in unserem Fall, bei dem das Aktienpaket 51 % nicht weit übersteigt, wird der bisherige Inhaber den Aufschlag auf den Börsenkurs berechnen.

Der Konzern darf aber nur den objektiven Gesamtwert, umgerechnet auf den Paketanteil, seiner Rechnung zugrundelegen. Nur wenn bestimmte Erfolgsvorteile aus der Eingliederung sicher zu erwarten sind, darf er noch einen Zuschlag vornehmen.

Ersparnisse aber, die der Konzern durch den Ankauf nur eines Teiles des Aktienkapitals gemacht hat, dürfen aus Gründen der Vorsicht nicht oder nur in sehr kleinem Umfang in Ansatz gebracht werden.

In den Kaufverhandlungen darf die Konzernleitung auf keinen Fall auf einen Preis eingehen, der den oben errechneten Wert übersteigt. Dieser ist auch der Vergleichsmaßstab für die Konzernleitung, wenn in den Verhandlungen der Verkäufer mit Börsenkursen und Aufschlägen auf diese operiert.

Schluß

Zusammenfassung der Ergebnisse

In der vorliegenden Arbeit wurde versucht, das Problem der Unternehmensbewertung von verschiedenen Seiten aus zu betrachten.

Wie wir sahen, beschränkte man sich in den bisher erschienenen Veröffentlichungen auf die Darstellung ganz bestimmter Methoden, wenn nicht sogar nur auf die Schilderung einzelner Tatbestände der Unternehmenswertermittlung

Publikationen letzterer Art tragen aber nur wenig zur allgemeinen Abklärung der Bewertungsprobleme bei. Sie gehen meist von einer speziellen Situation aus und zeigen die Probleme aus einer Teilsicht, z.B. vom Blickpunkt des Bilanz- oder Finanzfachmannes bzw. des Kostenanalytikers, die niemals den Wert einer Gesamtschau haben kann.

Auch bei der Darstellung bestimmter Methoden geht man oft von konkreten Bewertungsfällen aus. Ohne weiteres sind die dort gemachten Erfahrungen also auch nicht zu verallgemeinern. Die Autoren solcher Veröffentlichungen beziehen meistens einen bestimmten Standpunkt, betrachten z.B. den Sachwert oder den Ertragswert als die allein richtige Grundlage zur Unternehmensbewertung und gehen auf die Darlegungen anderer Wissenschaftler nur insofern ein, daß sie diese kritisch untersuchen. Selbst Mellerowicz, der sonst der einzige ist, der einen Überblick über die bestehenden Unternehmensbewertungsverfahren gibt, ist so sehr von der alleinigen Bedeutung des Ertragswertes überzeugt, daß er nicht versucht, die Vorteile anderer Methoden mit der seinigen zu verbinden.

Aus diesem Grund war es die erste Aufgabe dieser Arbeit, einmal einen Überblick über die verschiedenen Theorien und Auffassungen

der Unternehmensbewertung zu geben,` zum anderen zu versuchen, die Vorteile der verschiedenen Methoden miteinander zu kombinieren. Um das durchführen zu können, mußten wir die verschiedenen Verfahren analysieren, damit ihre Vorteile erkannt werden konnten.

Maßstäbe hierzu waren: Ermittlung eines repräsentativen Unternehmenswertes und die Höhe der Ermittlungskosten bei Anwendung der betreffenden Verfahren.

Hierbei stellte sich heraus, daß die Methode von Mellerowicz die beste Basis für eine objektive Unternehmensbewertung bietet, da sie die Ermittlung eines repräsentativen Wertes gewährleistet. Sie hat allerdings den Nachteil, daß bei ihrer Anwendung meist ein hoher Aufwand entsteht.

An dieser Stelle war der Ansatzpunkt gegeben, um die Vorteile anderer Methoden heranzuziehen. Hierbei mußte ein Kompromiß zwischen der Forderung nach einem absolut objektiven Unternehmenswert und der Forderung nach niedrigen Ermittlungskosten geschlossen werden.

Die zweite Aufgabe dieser Arbeit bestand in der Untersuchung, ob und inwieweit die herausgearbeiteten Maßstäbe einer allgemeinen Unternehmensbewertung auch für eine spezielle Kategorie Geltung haben.

Es ist eine Tatsache, daß ein nach allen Seiten unabhängiges Unternehmen - bisher Hauptaugenmerk jeder Unternehmensbewertung - etwas anderes darstellt als ein Konzernverband oder eines seiner Mitglieder. Dementsprechend wird eine Konzernführung einem Unternehmen, das in den Verband eingegliedert werden soll, einen Wert beilegen, der von dem abweicht, den ein unabhängiges Unternehmen hat. Dieser Unterschied in den Werten ist, wie wir sahen, hauptsächlich durch die wechselseitigen Einflüsse bedingt, die in einem Konzernverband wirken. Sie finden z. B. ihren Ausdruck in kosten- oder ertragsmäßigen Vorteilen, die bei der Eingliederung eines Unternehmens entstehen.

Trotz dieser speziellen Werteigenheiten von Konzernunternehmen, die allerdings nur in organischen Konzernen auftreten - wir schlossen deshalb die finanziellen aus unserer Betrachtung aus - kann die Leitung des Konzerns nicht auf die Maßstäbe einer allgemeinen Unternehmensbewertung verzichten.

Das zeigten unsere Darlegungen deutlich. Ohne eine objektive Bewertung der zu erwerbenden Unternehmung im allgemeinen war eine Feststellung des Wertes der speziellen Erfolgsvorteile nicht möglich.

Die Schwierigkeit dieser Arbeit lag vor allem darin, daß in einer generellen Darstellung zahlenmäßige Maßstäbe nur selten gegeben werden können und wichtige Punkte der Unternehmungsbewertung nur durch Schätzungen zu gewinnen sind. In diesen Fällen beschränkten wir uns auf die Aufzeigung der Probleme entsprechend ihrer Bedeutung.

Die Arbeit wurde außerdem durch das Fehlen jeglicher Unterlagen aus der Praxis erschwert, da die in unseren Ausführungen dargelegten Probleme die intimsten Bereiche des Konzernlebens berühren, die man nicht gerne der Öffentlichkeit preisgibt.

Trotz dieser Schwierigkeiten wird der Hoffnung Ausdruck gegeben, daß die vorliegende Arbeit einen Beitrag zur Klärung der Probleme der Unternehmensbewertung geleistet hat.

Anhänge

Anhang zu S. 56

Die vom Prüfer im einzelnen zu lösenden Probleme bei Ausschaltung normaler Preisschwankungen:

A. Rohstoffkosten

1. Rohstoffe im Preis gestiegen, Verkaufspreise gleichgeblieben.
2. Rohstoffe im Preis gestiegen, Verkaufspreise erhöht.
3. Rohstoffe im Preis gesunken.

Zu

1. Die Kosten sind zu niedrig angesetzt, also wird der Betriebsgewinn zu hoch, da ein Teil desselben für die Wiederbeschaffung benötigt wird.

Die Bedeutung hängt von der Höhe des Lagers ab und von der Preiserhöhung, sowie von der Umschlagsgeschwindigkeit.

Dieser erste Fall ist weniger wahrscheinlich und trifft in seiner Wirkung nur eine Periode.

Zu

2. Der Betriebsgewinn ist dann richtig, wenn die Rohstoffpreise in gleichem Maße steigen wie die Verkaufspreise. Aber auch in diesem Fall, wenn die Rohstoffkosten zu Wiederbeschaffungswerten bewertet worden sind, falls dies nicht geschah, muß aufgepaßt werden, ob Rücklagen gebildet wurden. Wenn das nicht geschah, dann ist der im Vergleich zum Vorjahr erhöhte Teil des Gewinnes vom Betriebsgewinn abzuziehen.

Zu

3. Dieser Fall braucht uns in diesem Rahmen weniger zu beschäftigen, da keine Scheingewinne entstehen.

B. Anlagen

1. Die Preise für Anlagegüter sind im Steigen, dann wird sich bei geringerem Anstieg der Preis der Fabrikate nicht oder nur unwesentlich erhöhen; also höhere Preise für Anlagegüter bei gleichen Verkaufspreisen.

Hierzu ist zu sagen, daß bei kalkulatorischen Abschreibungen auf Anschaffungswertbasis der Betriebsgewinn immer zu hoch liegen wird, während der Substanzverzehr vom Grad der Ausschüttung des Gewinnes abhängt, also nicht immer auftreten muß.

Dieser erste Fall ist besonders wichtig, weil sich seine Wirkung auf eine ganze Reihe von Gewinnjahren erstreckt.

2. Die Preise der Fabrikate steigen ebenfalls. In diesem Fall muß der den alten Gewinn übersteigende Teil des Ertrages abgesetzt werden, da er nur den Gegenwert zu den Preissteigerungen darstellt.

S. 69

Mellerowicz, K.: S.

Vergleichsgewinnermittlungsbogen (Darstellungsblatt)

Umsatz nach Abzug der Erlösschmä. 1. 2. 3. J.

+ Warenlager am Ende des Geschäftsjahres

Summe

./ . Warenlager am Anfang des Geschäftsjahres

Summe

./ . Zugang an Roh- und Hilfsstoffen

Summe = Bruttogewinn

./ . Betriebskosten (einschl. Abschreibung)

./ . Verwaltungskosten (einschl. Steuern, Zinsen)

./ . Vertriebskosten

ordentlicher Betriebsgewinn

+ laufender neutraler Ertrag

./ . " " Aufwand

+ durchschnittliche Zufallsgewinne

./ . " " -verluste

Korrigiertes Gesamtergebnis

+ Zins für Fremdkapital

+ Zins (kalk. für Eigenkapital)

+ Reservezuweisungen einschl. stiller Reserven

./ . Beträge aus der Auflösung stiller Reserven

+ Substanzabschreibung bei Bergwerk u. Heimfall

./ . abzugsfähige Gewinnlasten:

1. Tantieme

2. Gewinnabführungsverpflichtungen

3. Körperschaftssteuer

4. Gewerbesteuer

Vergleichsgewinn der einzelnen Jahre

"Der hieraus errechnete Durchschnittsgewinn ist dann nach den Zukunftsaussichten zu überprüfen; So sind z. B. die Mehrkosten einer neuen Gesellschaftsform abzusetzen. Weiter ist die Entwicklung des Trends der U. zu berücksichtigen, technische Entwicklungsmöglichkeiten, Verschiebungen in der Nachfragestruktur sind einzukalkulieren usw."

S. 80

aus: Bussmann "Das betriebswirtschaftliche Risiko" S. 76/77 u. S. 80, 81

S. 76/77:

Nach unserer Auffassung bedeuten die Bestimmungsgründe des allgemeinen Unternehmerwagnisses nichts anderes als die gestaltenden Momente der Gewinnfolge, denn gerade die Ungewißheit um die Erwartungsertragslage oder mit anderen Worten, das mögliche Abweichen der zukünftigen Ertragsziffern von denen der Vergangenheit, stellt das Wagnis dar, welches der Unternehmer eingeht. Dieses ist um so größer, je unstetiger sich die Gewinnentwicklung zeigt und verhält sich ebenso umgekehrt proportional zu einer Zunahme der Kontinuität.

Der zu addierende Wagnisaufschlag muß daher dem Verhältnis von Gewinnstetigkeit zu Gewinnunstetigkeit gleich sein. Damit ist das allgemeine Unternehmerwagnis in allgemein mathematisch verwertbarem Sinne als Gewinnerzielungswagnis zu definieren und kann daher am Ausmaß der Gewinnschwankungen bzw. den Amplituden der Gewinnfolge gemessen werden.

Um den Wagnis koeffizienten rechnerisch darzustellen, gilt es zunächst, eine Methode zu finden, wonach die jährlichen Schwankungen der Gewinne eines statistischen Zeitraumes in einer Zahl ausgedrückt werden können. Der Quotient aus einer solchen Zahl im Verhältnis

zu den summierten Gewinnen desselben Zeitraumes ergibt sodann, mit Hundert multipliziert, die in Prozenten ausgedrückte durchschnittliche Amplitude der Gewinnfolge. Um diesen Prozentsatz, wiederum nach entsprechender mathematischer Abwandlung, ist der das betriebsindividuelle Risiko nicht beinhaltende landesübliche Zinsfuß zu erhöhen, um über die Multiplikation des Kapitalisierungsfaktors mit dem Durchschnittsgewinn zum wagnisbereinigten Ertragswert zu kommen. Die Amplituden einer Reihe sind nach verschiedenen statistischen Methoden meßbar, sofern über den zu wählenden Grundzug, um den die Schwankung erfolgt, Klarheit herrscht.

Am einfachsten erscheint die Methode der sogenannten gleitenden Durchschnitte, die im folgenden kurz zu beschreiben sei.

Man trägt die Gewinne des zu untersuchenden Zeitraumes in ein Koordinatensystem ein, und zwar so, daß die Jahresindices auf der i-Abszisse und die Gewinne auf der y-Ordinate erscheinen. Sodann errechnet man den gleitenden Durchschnitt zu zwei bzw. drei oder vier bzw. fünf oder mehr Gliedern entsprechend dem Verlauf der Reihe. Dabei bildet man von der Gewinnreihe den gleitenden Durchschnitt zu 2 Gliedern durch das arithmetische Mittel

$$\frac{y_0 + y_1}{2} ; \frac{y_1 + y_2}{2} ; \frac{y_2 + y_3}{2} \text{ usw.}$$

Die Anzahl der jeweils zu einem arithmetischen Mittel zusammengefaßten Glieder ergibt sich aus dem Verlauf der Reihe. Sie ist so zu entnehmen, daß sie möglichst gut mit der Anzahl der Termine übereinstimmt, die auf eine Wellenlänge der in der Reihe vorkommenden periodischen Schwankungen trifft. Die zeichnerische Verbindung der so gewonnenen gleitenden Durchschnitte entspricht nun der Linie, in der zwar die Entwicklungstendenz der Gewinne noch zum Ausdruck kommt, die jedoch die Amplituden der Gewinnfolge stark glättet. Die Differenzen zwischen den effektiven Gewinnen und den mit

Hilfe der Ausgleichsline gewonnenen entsprechenden Erfahrungsgewinnen muß folglich über die betriebsindividuell bedingte Schwankung und damit über den Wagniskoeffizienten Aussage bieten. Die Ermittlung des Wagniskoeffizienten ist sodann nur mehr ein einfacher Rechengang, bei dem der Quotient aus der Summe der negativen oder positiven Differenzen zu den summierten Gewinnen des Betrachtungszeitraumes, multipliziert mit 100 darzustellen ist.

S. 80

Die Methode der gleitenden Durchschnitte ist ein Trendermittlungungsverfahren, welches in mathematischer Hinsicht keinerlei Anforderungen stellt und ohne großen Zeitaufwand durchgeführt werden kann. Diesen Vorteilen steht der Nachteil gegenüber, daß der Genauigkeitsgrad unterschiedlich ist und nur teilweise befriedigt. Eine generelle Anwendbarkeit ist daher nicht gegeben. Die Grenzen sind aus obigem Beispiel klar ersichtlich. Während dort entsprechend der Wellenlänge der Reihe der Durchschnitt zu drei Gliedern gewählt wurde, kann bei der Analyse einer anderen Reihe durchaus die notwendige Anzahl der Glieder, aus denen der gleitende Durchschnitt errechnet wird, fünf, sechs oder mehr betragen. Im vorstehenden Beispiel wird die ursprüngliche Reihe von 9 Gliedern verkürzt. Die fehlenden Werte sind durch Extrapolation ersetzt, eine Methode, vor der nicht ausdrücklich genug gewarnt werden kann. In jenen Fällen aber, die den gleitenden Durchschnitt von z. B. 5 Gliedern erfordern, verkürzte sich die angenommene Reihe von 9 schon auf 5. Ungenaue Werte ließen sich dabei als Folge einer Extrapolation nicht mehr vermeiden.

S. 81

Hier behandelt Bussmann die Gewinntrendermittlungsmethode der kleinsten Abstandsquadratsumme, die zwar wegen des ihr anhaftenden Genauigkeitsgrades der Klärung der Frage nach der Höhe des Risikofaktors in der Gewinnerzielung optimal dienlich ist, aber wegen des damit verbundenen enormen Rechenaufwandes für uns nicht verwendbar ist.

K. Mellerowicz: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes" S. 84

Zunächst wird von allen vergleichbaren Betrieben einer Branche die Prozentbilanz aufgestellt, aus der ein Gesamtdurchschnitt in Prozentsätzen errechnet wird, mittels des arithmetischen Mittels oder des Häufigkeitswertes oder des Medianwertes, und zwar an Hand folgender Betriebsmeßzahlen:

1. Umlaufendes Vermögen: kurzfristige Verbindlichkeiten
2. Unternehmerkapital: : Kreditkapital
3. Umsatz : Debitoren
4. Umsatz : Warenbestand
5. Umsatz : Anlagevermögen
6. Umsatz : Unternehmerkapital
7. Unternehmerkapital : Anlagevermögen

Liegt die Prozentbilanz des Unternehmens unter dem Durchschnittswert der Branche, so ist der Risikoaufschlag zu erhöhen, und zwar umso mehr, je größer die Abweichung ist.

LITERATURVERZEICHNIS

1. Bücher

- Arbeitskreis Dr. Krähe der Schmalenbachgesellschaft: "Konzern-Organisation, Aufgaben- und Abteilungsgliederung im industriellen Unternehmungsverbund", Köln und Opladen 1952
- Auffermann, J.D.: "Die Prüfung der Kostenrechnung, Stuttgart 1947
- Axer E.: "Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwertes", Berlin 1932
- Bergmann, H.: "Verwaltungsprobleme im Industriekonzern" in: Festschrift für Schmalenbach, Leipzig 1933
- Busse von Colbe, W.: "Der Zukunftserfolg (Die Ermittlung des künftigen Unternehmungserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen)" Wiesbaden 1957
- Bußmann, K.: Das betriebswirtschaftliche Risiko, Meisenheim am Glan, 1955
- Daevis, K.: "Vorausbestimmungen im Wirtschaftsleben", Essen 1951
- Edwards, R.S.: "Cooperative Industrial Research", London 1950
- Gruntzel, J.: "Wirtschaftliche Konzentration", Wien 1928
- Gutenberg, E.: "Geschäftswert" in Nicklischs Handwörterbuch 2. Auflage 1938
- Guhl, T.: "Das neue Aktiengesellschafts- und Genossenschaftsrecht der Schweiz", Zürich 1937
- Haussmann, F.: "Die wirtschaftliche Konzentration an ihrer Schicksalswende", Basel 1940
- Haussmann, F.: "Die Tochtergesellschaft", Berlin 1923
- Kauffmann, P.: "Die Bewertung industrieller Anlagen aus Anlaß der Entflechtung der eischaffenden Industrie" Diss. Köln 1952
- Koberstein, G.: "Unternehmungszusammenschlüsse", Essen 1955
- Koch, F.K.: "Die Bewertung des Betriebes als Ganzes", Dissertation, Berlin 1950
- Kolbe, K.: "Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehmung", Köln 1954

- Lackmann, F.: "Theorien und Verfahren der Unternehmensbewertung", Berlin 1955
- Liebermann, B.: "Der Ertragswert der Unternehmung" Diss. Frankfurt 1923
- Liefmann: "Kartelle, Konzerne, Trusts", Stuttgart 1927
- Lutz, B.: "Die Bewertungsprobleme des Konzerns", Dissertation St. Gallen 1952
- Matz, A.: "Plankostenrechnung", Wiesbaden 1954
- Meissner, F.: "Die Bewertung der industriellen Unternehmung", München 1955
- Mellerowicz, K.: "Der Wert der Unternehmung als Ganzes", Essen 1953
- Mellerowicz, K.: "Betriebswirtschaftslehre der Industrie", Freiburg 1957
- Moral, F.: "Die Abschätzung des Wertes industrieller Unternehmungen", 2. Aufl. Berlin 1923
- Neubert, H.: "Die Bewertung von Industrieunternehmungen bei Abweichungen zwischen Substanzwert und Ertragswert", Diss. 1950
- Passow, R.: "Betrieb, Unternehmung, Konzern", Jena 1925
- Reuther, W.: "Der Kapitalisierungszinsfuß in der Ertragswertberechnung der Unternehmung", Diss. Gießen 1933
- Russenberger, A.: "Goodwill", Diss. Zürich 1946
- Saitzew, M.: "Horizontal und Vertikal im Wandel der letzten Jahrzehnte" in: Kieler Vorträge, Jena 1925
- Schmalenbach, E.: "Die Beteiligungsfinanzierung", 7. Aufl., Köln-Opladen 1949
- Schreier, J.: "Geschäftswert", Hamburg 1928
- Tymkiw, M. M.: "Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes", Diss. Erlangen 1947
- Vito, F.: "Die industriellen Unternehmungszusammenschlüsse", Jena 1941

2. Zeitschriften

- Auler: "Geschäftsmehr- oder Minderwert in der Bilanz" in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 9. Jahrgang 1932, S. 364
- Berger, K.: "Die Berechnung des Geschäftswertes eines Unternehmens auf der Grundlage des Ertragswertes, insbesondere bei Ausscheiden eines Gesellschafters", in: "Der Wirtschaftstreuhänder" 10. Jahrgang 1941
- Brinckmann, F.: "Illusionen bei der Unternehmensbewertung", in: Zeitschrift f. das gesamte Kreditwesen, 8. Jg. 1955
- Bussmann, K. F.: "Die Funktion des Wagnisses bei der Unternehmenswertermittlung" in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 20. Jg. Wiesbaden 1950
- Diez, W.: "Der Kapitalisierungsfaktor als Bestandteil der Ertragswertrechnung bei der Gesamtbewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen" in: Die Wirtschaftsprüfung 8. Jg. Stuttgart 1955
- Forster, K. H.: "Kritische Ertragsdauer und Konkurrenzgefahr bei Bewertung von Unternehmungen" in: Neue Betriebswirtschaft, Heidelberg 1953
- Gelhausen, F.: "Probleme der Bewertung von Unternehmen" in: Die Wirtschaftsprüfung 1. Jg. 1948, Nr. 9
- Gelhausen, F.: "Unternehmensbewertung und Gewinnsteuern", in: Die Wirtschaftsprüfung, 6. Jg. 1953 Nr. 4
- Greiner, G.: "Kritische Ertragsdauer und Konkurrenzgefahr bei der Bewertung von Unternehmen" in: Neue Betriebswirtschaft 1951
- Grossmann, H.: "Zur Ermittlung des Geschäftswertes" in: Zeitschrift f. Betriebswirtschaft, 13. Jg. 1936
- Gutenberg, E.: "Geschäftswert" in: Nicklischs Handwörterbuch, 2. Aufl. 1938
- Hagest, K.: "Die Ermittlung des Wertes von Unternehmen" in: Die Wirtschaftsprüfung, 3. Jg. 1950
- Harrer, H.: "Das Unsicherheitsmoment beim Ertragswert", in: Der Betrieb, 9. Jg., Düsseldorf 1956
- Husemann, H.: "Ermittlung des Ertragswertes von Unternehmungen", in: Der Betrieb, 4. Jg. 1951
- Husemann, H.: "Errechnung des Mittelwertes aus Ertragswert und Substanzwert bei der Unternehmensbewertung", in: Der Betrieb, 4. Jg. 1951

- Jonas, H.: "Die Bestimmung des Kapitalisierungszinsfußes und des zukünftigen Reinertrages bei der Unternehmensbewertung" in: Zeitschrift f. Betriebswirtschaft, 24. Jg. Wiesbaden 1954
- Kenntemich, R.: "Unternehmenswert-Betriebsvergleich-Offene und stille Reserven", in: Wirtschaftsprüfung, 9. Jg. Stuttgart 1956
- Klinger, K.: "Die Problematik der Unternehmensertragswertrechnung unter dem Aspekt der Gewinnbesteuerung", in: Die Wirtschaftsprüfung, 6. Jg. 1953
- Kronike, H.: "Reproduktionswert, Ertragswert und Gesamtwert der Unternehmung", in: Zeitschrift f. Betriebsw., 21. Jg. 1951
- Leffson, U.: "Die Berücksichtigung von Konjunkturschwankungen bei der Ermittlung des Ertragswertes von Unternehmungen", in: Zeitschr. f. handelswissensch. Forschung, neue Folge 1950
- Lehmann, M. R.: "Die Ergebnisse der Wertschöpfungsrechnung als Hilfsgrößen bei der Feststellung des Ertragswertes ganzer Unternehmungen", in: Die Wirtschaftsprüfung, 4. Jg. 1951
- Lehmann, M. R.: "Theorie der Ertragswertermittlung im Rahmen der Unternehmungsbewertung", in: Zeitschr. f. Betriebsw., 24. Jg. 1954
- Liebl, J.: "Ertragswert und Besteuerung", in: Betriebswirtsch. Forschung und Praxis, 5. Jg. 1953
- Mellerowicz, K.: "Zur Problematik der Bewertung des Unternehmungsganzen", in: Die Wirtschaftsprüfung, 6. Jg. 1953
- Möhle, H.: "Der Einfluß der Abschreibung auf den Unternehmungswert", in: Zeitschr. f. Betriebsw., 20. Jg. 1950
- Münstermann, H.: "Der Gesamtwert des Betriebes", in: Schweizerische Zeitschr. f. kaufmänn. Bildungswesen, 46. Jg., Basel 1952 und 47. Jg. Basel 1953
- Rummel, K.: "Die Verfahren zur Ermittlung des Zeitwertes von Industrieanlagen", in: Zeitschr. für handelswissensch. Forschung, neue Folge 1. Jg. 1949
- Schnettler, A.: "Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen" in: Die Wirtschaftsprüfung, 1. Jg. 1948
- Schnettler, A.: "Substanz- und Werterhaltung in den Betrieben", in: Zeitschr. f. Betriebsw., 26. Jg. 1956
- Streutker, H.: "Die mutmaßliche Ertragsdauer bzw. Ertragshöhe und der Kapitalisierungszinsfuß bei der Ermittlung des Geschäftswertes eines Unternehmens", in: Der Wirtschaftstreuhand, 11. Jg. 1942

- Tittel, H.: "Firmenwert und stille Reserven beim Ausscheiden von Teilhabern aus Personengesellschaften", in: Betr. Forsch. u. Praxis, 1. Jg. 1949
- Velder, F.: "Die Bewertung von Industrieunternehmungen", in: Der Betrieb, 8. Jg. 1955
- Viel, J.: "Probleme der Bestimmung des Unternehmenswertes" in: Wirtschaftsprüfung, 7. Jg. 1954
- Viel, J.: "Ermittlung des Sach- und Ertragswertes bei der Unternehmenswertberechnung", in: Wirtschaftsprüfung 6. Jg. 1953
- Walb, E.: "Betrachtungen über Wertarten und stille Reserven im Zusammenhang mit der Frage der Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen", in: Z. F. H. 34. Jg. 1942
- Winckelmann, H.: "Zum Einfluß der Gewinnsteuern auf den Unternehmenswert", in: Wirtschaftsprüfung 6. Jg. 1953

Lebenslauf

Am 15. Juli 1933 wurde ich, Robert Max Karl Braune, als Sohn des Versicherungsbeamten Robert Braune und seiner Ehefrau Margarethe geb. Gisohn zu Gotha in Thüringen / Deutschland geboren.

Nach vierjährigem Besuch der Grundschule legte ich dann im Sommer 1944 die Aufnahmeprüfung für das humanistische Gymnasium ab, das ich bis Anfang 1949 besuchte.

Im Januar 1949 siedelte unsere Familie nach Göttingen über. Ich besuchte die dortige Oberschule 2 Jahre, um 1951 zur Wirtschaftsoberschule überzuwechseln.

Im Frühjahr 1954 legte ich dann die Reifeprüfung ab und begann im Sommersemester 1954 mit dem betriebswirtschaftlichen Studium an der Universität Göttingen.

Ich besuchte dort die Vorlesungen und Seminare der Professoren Hasenack, Sundhoff und Krüger über Betriebswirtschaftslehre, die Vorlesungen über Nationalökonomie der Professoren Kromphardt, Egner und Abel, sowie die Vorlesungen über privates und öffentliches Recht der Professoren Siebert, Beitzke und Weber.

Nach dem Wintersemester 1955/56 verließ ich Göttingen, um mein Studium an der Universität Hamburg fortzusetzen.

Dort besuchte ich die Vorlesungen und Seminare über Betriebswirtschaftslehre der Professoren Seischab und Henzler, über Wirtschaftsgeographie des Professors Otremba, sowie über privates und öffentliches Recht der Professoren Böttcher und Krüger.

Im Frühjahr 1957 legte ich dann in Hamburg mein Examen als Diplomkaufmann ab.

Anschließend trat ich mit Herrn Professor Angehrn in Basel in Verbindung, auf dessen Anregung ich mich mit meinem Dissertationsthema befaßte.

Ab Wintersemester 1957/58 studierte ich in Basel Nationalökonomie und besuchte die Vorlesungen und Seminare der Professoren Salin und Bombach über Nationalökonomie, des Professors Guth über Statistik und des Professors Angehrn über Betriebswirtschaftslehre.

Am 23. Juni 1959 bestand ich an der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel die Doktorprüfung.

